PHILIPP BAGUS

DEFENDIENDO LA DEFLACIÓN

Traducido por
Ángela Martínez-Falero Manzano

INNISFREE



A mis padres

Prefacio

Me congratula enormemente ver mi tesis doctoral finalmente publicada como libro. Tan solo hay pequeños cambios, actualizaciones y adaptaciones con respecto a la versión que defendí en diciembre de 2007 para obtener mi título de doctorado que otorgaba la Universidad Rey Juan Carlos de Madrid.

Había decidido escribir sobre la deflación porque veía el miedo a la misma como un obstáculo determinante para la implantación de un sistema monetario mejor. El miedo a la caída de precios se ha utilizado una y otra vez de forma indebida para justificar la inflación monetaria con todas las consecuencias negativas que ello conlleva. Especialmente en tiempos de crisis, se invoca al espectro de la deflación para inflar la oferta monetaria con el objetivo de apoyar a las élites en quiebra. De hecho, en diciembre de 2007, comenzó a gestarse una tormenta que unos meses más tarde llevaría al borde del colapso al sistema financiero internacional. En otoño de 2008, tras la quiebra de Lehman Brothers, una espiral deflacionaria iba camino de purgar el sistema bancario internacional y con él a gobiernos sumamente endeudados, compañías y particulares. Constituía una oportunidad única para eliminar un sistema que, a través de la inflación institucional, redistribuye la riqueza continuamente, genera ciclos económicos, entorpece el ahorro y el crecimiento y protege a las élites políticas y económicas de la competencia.

No obstante, nadie se decantó por esta opción. Desde hace 6 años, el sistema se ha estabilizado gracias a una cuantiosa inflación de la oferta monetaria obtenida por medio de instrumentos sin precedentes. Las consecuencias han sido un retraso en la necesaria restructuración de la economía, redistribuciones en favor de inversores en quiebra, un deterioro en los balances de los bancos centrales y un incremento de las deudas gubernamentales, entre otros. No es posible discernir una mejora sostenible de la situación y una solución al sobreendeudamiento generalizado. Además, la inflación que pretendía detener la espiral deflacionaria bien puede requerir finalmente algún tipo de reforma monetaria, si no provoca un desmoronamiento total del sistema monetario.

No es sorprendente el hecho de que las élites políticas y económicas hicieron cuanto estuvo en su mano para prevenir un colapso deflacionario. Lo que es sorprendente es que se salieran con la suya tan fácilmente. Es sorprendente que incluso la mayor parte de la gente que sufría pérdidas debido a la inflación aceptase las medidas porque consideraban que se prevendría algo peor, dígase un colapso deflacionario. Se entiende que las élites políticas y económicas teman a la deflación, pero no está tan claro el porqué de que casi todos los economistas hayan desarrollado una fobia a la misma. Es este miedo a la deflación el que ha garantizado un estancamiento en el sistema monetario que debía haber colapsado en 2008. Lamentablemente, *Defendiendo la deflación* no estaba ahí en aquel momento para ayudar a combatir los mitos existentes sobre la caída de precios.

Existen todo tipo de mitos sobre la caída de precios que inhiben el aumento de instituciones de libre mercado, pues estos mitos se utilizan para justificar intervenciones. El miedo a una espiral deflacionaria es solo uno de ellos, aunque probablemente es el más importante de todos. Otro mito casi igual de dañino es el de que la tasa de crecimiento de la oferta monetaria debe ser, al menos, tan elevada como la tasa de crecimiento económico, pues de lo contrario habría una caída de precios dañina. Este constituye un argumento presentado incluso por economistas cultivados contra la introducción del patrón oro o contra las posibilidades de conversión en dinero de los bitcoins.

Otro mito que se ha vuelto muy relevante recientemente es el de que las políticas destinadas a disminuir los costes, especialmente los salarios, y reducir los déficits presupuestarios públicos llevarían a la economía a la recesión. De hecho, en la crisis de deuda soberana europea, la austeridad se califica de política deflacionaria dañina. Los observadores recuerdan las políticas deflacionarias supuestamente fatídicas del canciller alemán Heinrich Brüning a principios de la década de 1930 como un ejemplo disuasorio de austeridad. Asimismo, la «deflación rodada» de 1931 se utiliza incluso para argumentar a favor de un prestamista internacional de última instancia, un paso que se acerca a la introducción de una

divisa mundial[1]. En este libro se desvirtúan todos esos mitos. Hay, incluso, un análisis histórico de las políticas de Brüning que pone de manifiesto que ayudaron a acelerar la recuperación.
Para el futuro de la libertad y el capitalismo, será esencial erradicar los mitos sobre la deflación. De otro modo, no será posible realizar cambios profundos en nuestra estructura monetaria. De hecho, el miedo a la deflación otorga argumentos poderosos a los defensores de la inflación. Y la inflación a cambio sostiene a los gobiernos. Los gobiernos nunca habrían alcanzado la dimensión que tienen hoy día sin la financiación de un sistema monetario inflacionario. Y mientras el gobierno crece, muere la libertad. Por ello, es esencial para el futuro de la misma que se desvirtúen los mitos sobre la deflación. Este libro intenta contribuir a esa tarea.

Majadahonda, España — Philipp Bagus
18 de mayo de 2014

[1] Ver Kindleberger y Aliber (2005, p.258)

Agradecimientos

Permitidme agradecer en primer lugar al Instituto Ludwig von Mises por las becas que se me concedieron en los años 2003, 2006 y 2009. Estoy agradecido especialmente con el personal y donantes del instituto Ludwig von Mises que hicieron posible mi investigación allí. Con respecto al instituto Mises, agradezco especialmente las directrices de mi amigo y mentor Guido Hülsmann. De hecho, fue Guido Hülsmann quien sugirió el análisis de la deflación como estudio posible para mi primera beca en el instituto. Mi gratitud también va dirigida a los del instituto Juan de Mariana, especialmente a mi amigo y colega, Gabriel Calzada. También quiero dar las gracias a mis amigos Juan Ramón Rallo, José Ignacio de Castillo y Antonio Zanella, quienes han leído versiones anteriores de mi disertación. Mis deudas con mi amiga Barbara A. Hinze son, sencillamente, inconmensurables. Ella sacrificó mucho tiempo editando mi disertación. También estoy inmensamente en deuda con el tutor de mi disertación, Jesús Huerta del Soto. Él siempre me ha ayudado en todo lo posible, y su confianza en mi ha sido siempre una fuente especial de aliento. Finalmente, quiero dar las gracias a mi familia y amigos que hicieron este proyecto posible.

Índice

Capítulo 1
Introducción

Tradicionalmente, la Economía se ha focalizado en la inflación. Se han escrito incontables artículos, libros y documentos sobre los costes, beneficios, consecuencias y causas de la inflación. En contraste con la inflación, que constituye una parte importante de casi todos los libros de texto de teoría monetaria, la deflación continúa estando relegada. A veces, la deflación no se menciona siquiera en los libros de texto de teoría monetaria y, otras veces, es meramente definida como el reverso de la inflación en un capítulo sobre inflación[2].

Una razón principal de ello, históricamente hablando, es, probablemente, que la inflación o aumento de precios han sido más comunes que la deflación, al menos durante la segunda mitad del siglo veinte (Stiglitz 1993, p. 652; Svenson 2000, p. 1). Tal y como David Laidler escribe en *The New Palgrave Dictionary of Money and Finance* con respecto a la deflación: «desde la Segunda Guerra Mundial, la inflación ha sido, a ritmos distintos, endémica en toda la economía mundial, y es tentador ver la deflación como algo de simple interés teórico» [3].

---

[2] Puede apreciarse un ejemplo de ello en el libro de texto de Miller and Uptons (1986, p. 363)

[3] (Laidler 1992, p. 607); Esta relegación de la deflación también puede verse en *The New Palgrave: A dictionary of Economics.* Esta obra de referencia incluye una entrada sobre la inflación, pero no sobre la deflación (Eatwell et al. 1987)

No obstante, recientemente, algunos teóricos se han focalizado de nuevo en la deflación (Borio and Filardo 2004). La caída de precios en Japón, China y otras economías emergentes han alarmado a los economistas que temen la deflación. Debido a un largo periodo de inflación, tal y como señala Bradford DeLong, casi «nadie había visto las auténticas caídas en el nivel de precios ni siquiera como una remota posibilidad. Ahora lo hacen» (1999, p.225). Por ello, los economistas han comenzado a barajar la posibilidad de una deflación en Europa y los Estados Unidos, y cómo podría prevenirse tal amenaza[4]. También compartieron sus inquietudes en una reunión del Comité Federal de Mercado Abierto (FOMC)[5] en mayo de 2003.

En el mismo año, el Fondo Monetario Internacional (FMI) publicó un estudio que evaluaba los riesgos de la deflación[6]. Otmar Issing, del Banco Central Europeo (BCE), también abordó el problema en un discurso, si bien no consideraba la deflación como un peligro inminente (2002). Sorprendentemente, podemos encontrar muchos estudios y artículos que consumen energía y recursos en encontrar métodos que puedan prevenir la deflación de precios, algo que parece ser relativamente fácil si uno se encuentra en posesión de una imprenta e imprime dinero fiduciario a fin de subir los precios. En cambio, los análisis detallados de las causas y efectos de la deflación de precios siguen siendo muy atípicos.

Por ende, las palabras de Ludwig von Mises son, hoy día, tan ciertas como lo fueron en 1933:

---

[4] Por ejemplo, Ahearne and colleagues (2002) y Bernanke (2002) pusieron de manifiesto estas inquietudes.

[5] Bordo et al. (2004, p.1)

[6] Kumar et al. (2003)

> Desafortunadamente, la teoría económica resulta ser más débil en el ámbito en el que más ayuda se necesita, esto es, en el análisis de los efectos de la disminución de precios. Una disminución generalizada de los precios se ha considerado siempre desafortunada. Incluso hoy, más que nunca, la rigidez de las tasas salariales y los costes de muchos otros factores de producción sirven de obstáculo para una evaluación imparcial del problema. Por tanto, sería ciertamente oportuno investigar ahora los efectos de la disminución de precios en profundidad y analizar la opinión generalizada de que esta es incompatible con una mayor producción de bienes y servicios y con una mejora del bienestar general. La investigación debería incluir un análisis sobre si es cierto que tan solo las medidas inflacionistas permiten la acumulación progresiva del capital y de instalaciones de producción.[7]

Friedrich A. von Hayek apunta en una dirección similar ([1931] 1966, p. 7). Considera errónea la opinión de que la deflación de precios cause siempre un descenso en la producción. Desafortunadamente, incluso a día de hoy, la mayoría de economistas continúan teniendo esta visión errónea en mayor o menor grado.

La importancia de la teoría de la deflación para la política económica está arraigada en el siguiente hecho: el miedo a la deflación se presenta como una razón para inflar la oferta monetaria[8]. Cuando las tasas de inflación se ralentizan, los economistas recomiendan como precaución la flexibilización de la política monetaria[9]. Esto garantiza que la inflación se

---

[7] La cita en inglés se ha extraído de Mises (1978, p. 218), que proviene del ensayo de Mises «Der Stand und die nächste Zukunft der Konjunkturforschung», publicado en un Festschrift en honor de Arthur Spiethoff (Mises 1933, pp. 175-180).

[8] Tal y como afirma Hülsmann (2003a, p. 55): «Ella [deflación] es la justificación *prima facie* de la política monetaria inflacionista y de las instituciones diseñadas para aplicarla, en particular, los productores monopolistas del dinero en papel». (Original en cursiva).

[9] Para ejemplificarlo, ver el razonamiento de Ben Bernanke. Él también afirma, como una ventaja del dinero fiduciario, que a diferencia de un

mantenga con una tasa elevada. Las políticas inflacionarias, que se aplican para prevenir la deflación de precios, llevan a trágicas consecuencia como un ciclo artificial de expansión y contracción, burbujas del precio de los activos, inestabilidad financiera y redistribuciones severas. Para justificar estas políticas inflacionarias, los economistas deben mostrar, por supuesto, que la deflación debe prevenirse casi a cualquier precio. La deflación debe mostrarse como dañina para la actividad económica. Muchos economistas, de hecho, se han encargado de esta tarea. Mi intención aquí es hacer lo contrario, mostrar que la deflación per se no es dañina para la economía y que, por tanto, no pueden justificarse por este motivo las políticas monetarias inflacionarias para contrarrestar la deflación. Es posible que ello sea la implicación práctica y contribución más importantes de este trabajo.

La relegación de un análisis académico sobre la deflación también resulta evidente en todos los frecuentes intentos fallidos de aportar una definición precisa de inflación en tales debates. Tal y como afirma Issing, «el término 'deflación' se utiliza a menudo de forma errónea como una expresión comodín que describe todo tipo de evoluciones negativas en el futuro» (2002, p. 5). No obstante, las definiciones científicas de deflación existen. Por ejemplo, Laidler aporta una definición común (1992, p. 607): «La deflación es un proceso de caída de precios, de un aumento del valor del dinero. Es lo

---

sistema monetario de patrón mercancía, la deflación podría prevenirse mediante el aumento del gasto nominal a través de políticas fiscales y monetarias en todos los casos (2002, pp. 4-5). Lars Svensson recomienda una estrategia basada en objetivos de inflación del 2% en lugar del 0%, y lo justifica por los supuestos efectos negativos de la deflación de precios (2000, p. 30). Paul Krugman, incluso, argumenta que cuando una economía se encuentra en una trampa de liquidez, se estanca ahí porque la «economía necesita inflación». (1998, p. 161). Él sugiere una tasa de inflación de precios del 4% en Japón durante 15 años (p.181).

contrario a la inflación». Hoy en día, esta es la definición más común que aparece en los libros de texto.[10]

Mises define la deflación de la siguiente manera:

> De nuevo, la deflación (o restricción, o contracción) significa una disminución de la cantidad de dinero (en su sentido más amplio) que no se contrarresta con una disminución correspondiente de la demanda de dinero (en su sentido más amplio), por lo que debe producirse un aumento en el valor de intercambio objetivo del dinero (1981).[11]

De acuerdo con Mises, la deflación se produce cuando el poder adquisitivo del dinero aumenta, pues la cantidad de dinero (en su sentido más amplio) se reduce mientras que no se produce una reducción correspondiente de la demanda de dinero (en su sentido más amplio).

Más que ciertas o erróneas, las definiciones deberían considerarse útiles o inútiles para una investigación específica. En los próximos capítulos, analizo el temor a un incremento del poder adquisitivo del dinero, que constituye una preocupación generalizada tanto para los economistas como para los que no lo son. Por consiguiente, defino este temido aumento del poder adquisitivo del dinero, es decir, una situación en la que los precios, en términos de unidades monetarias, caigan de forma generalizada como deflación de precios o, en resumen, como deflación. Una causa de la

---

[10] Kumar et al. afirman: «La deflación se define como un descenso continuado de una medición global de precios tales como el índice de precios al consumidor o el deflactor del PIB».

[11] Mises (1981, p. 240); El texto original es el siguiente: «Deflation (Restruktion, Kontraktion) wieder bedeutet: Eine Verminderung der Geldmenge (im weiteren Sinne), der kein entsprechender Rückgang des Geldbedarfs (im weiteren Sinne) gegenübersteht, so daß ein Steigen des inneren objektiven Tauschwertes des Geldes eintreten muß (1924, p. 224) ».

deflación de precios es, como se mostrará, un descenso de la cantidad de dinero, que diferenciaré como deflación monetaria. Otras ventajas de estas definiciones son su simplicidad y correspondencia etimológica con los significados latinos originales. Así, la raíz del término «deflación» procede del verbo latino «flare» que significa «inflar». El prefijo «de» indica lo contrario. Por tanto, «deflacionar» significa descender y «deflación» significa descenso. Una deflación monetaria es, por consiguiente, un descenso de la oferta monetaria y una deflación de precios es un descenso generalizado de precios. Una inflación monetaria es, análogamente, un incremento de la oferta monetaria y una inflación de precios es un incremento generalizado de precios.[12]

Ya que se ha relegado el análisis de la deflación de precios, haré caso a las inspiradoras palabras de Mise y analizaré los efectos de la caída de precios. En particular, quiero responder a la siguiente pregunta: ¿Es la deflación o es la caída de precios dañina para una economía? Algunos argumentan a menudo que, debido a las imperfecciones del mercado, la deflación de precios es muy dañina, incluso más dañina que la inflación de precios[13]. Yo pongo a prueba este planteamiento «pensando lo impensable[14]». Sostengo que un economista carente de valores no puede afirmar que la deflación de precios per se supone un problema económico o es mala. Unos ganan y otros pierden, tal y como ocurre en todo cambio en la economía. Científicamente hablando, uno no puede simplemente decir que estas ganancias y pérdidas

---

[12] Ver Bryan (1997) sobre la evolución del significado del término «inflación».

[13] Ver, por ejemplo, Warren and Pearson (1933, p. 180) o Kumar et al. (2003, p. 14).

[14] Rothbard (1976, p. 35)

previstas, en sí mismas, inhibirían o perturbarían el desarrollo económico.

Al desarrollar el argumento, procederé de la siguiente manera: en el Capítulo 2, analizo las teorías económicas de deflación más importantes, y señalo los prejuicios anti-deflacionarios allí donde están presentes. La tesis de esta investigación es más bien inusual debido a que muchos pensadores han considerado la deflación como algo que perturba la economía. Ya que la deflación puede considerarse dañina para la economía con respecto a su causa, en el Capítulo 3 examino varias causas de la deflación de precios. En el Capítulo 4, analizo las consecuencias de la deflación de precios para determinar si sus efectos realmente son tan dañinos como se asume de forma generalizada. En este contexto, hablo sobre algunos errores comunes que se cometen con respecto a las consecuencias de la deflación y el origen de los prejuicios anti-deflacionarios. Este estudio termina en el Capítulo 5, con el análisis de dos casos históricos de deflación: la deflación del crecimiento estadounidense de 1865 a 1896 y la deflación del crédito bancario alemán de 1929 a 1933. Ambos servirán como ilustración del análisis teórico realizado en los capítulos que le anteceden.

Capítulo 2
Teorías económicas de la deflación

2.1 Introducción

Muchos economistas han escrito sobre la deflación o han mencionado el tema de pasada mientras se centraban en su desarrollo de teorías monetarias relacionadas. Mi objetivo en este capítulo no es hacer observaciones sobre toda referencia hacia el tema de la caída de precios. Este cometido sería prácticamente imposible. Más bien, presento un panorama general de las principales corrientes y modificaciones en las teorías económicas de la deflación. Este panorama general pretende explicar cómo y cuándo emergieron las teorías de la deflación en el pensamiento económico y por qué han cambiado los puntos de vista sobre la misma. Con el objetivo de explicar por qué han emergido algunas teorías de la deflación y la fobia a la misma, pongo especial énfasis en las circunstancias y antecedentes de estos teóricos de la deflación. Mi exposición de las teorías de la deflación procede principalmente en orden cronológico; no obstante, a veces agruparé a teóricos con puntos de vista similares, si bien es posible que estos no sean contemporáneos.

2.2 Mercantilistas y deflación

En la Edad Media, antes del siglo dieciséis, no se debatía sobre el atesoramiento, la rigidez de precios, el miedo a la caída de precios y la necesidad de estabilizar el nivel de precios y, por ende, parece que estos no se veían como un problema acuciante.[15] Las razones posibles de esta despreocupación hacia la deflación en la Edad Media son que la economía monetaria y la moneda de crédito no estaban extendidos. En su lugar, las granjas autosuficientes dominaban la economía.

Al enfocarse en la inflación monetaria, los mercantilistas son de los primeros en abordar de forma implícita el tema de la deflación. De acuerdo a la doctrina mercantilista, una balanza comercial favorable, es decir, un exceso de las exportaciones con respecto a las importaciones, sería beneficiosa para un país en cuanto al incremento de sus reservas de metales preciosos.[16] Los mercantilistas defendían la acumulación de dinero como la mejor reserva de riqueza y, en consecuencia, temían las circunstancias en las que un país se vería privado de su dinero. Los mercantilistas también mencionaron el tema del atesoramiento. No obstante, estos teóricos diferían en la cuestión del atesoramiento, dividiéndose en dos grupos con respecto a este asunto concreto.

Un grupo, en el que estaban incluidos William Potter y John Law (1671-1721)[17], afirmaba que más dinero en

---

[15] Por ejemplo, John Locke afirmaba que la oferta monetaria era irrelevante ya que cualquier cantidad de dinero sería suficiente para las necesidades del comercio (Locke [1691] 1824, p. 48).

[16] Viner ([1937] 1975, p. 6).

[17] Ver Viner ([1937] 1975, pp. 36–37). No es sorprendente que estos dos autores fueran también defensores del dinero en papel. Con respecto a los dos grupos de mercantilistas, ver p. 40. Ver Rothbard sobre Law (2006a, p.

«circulación» significaba más comercio. Para ellos era importante que el dinero no permaneciera «inactivo» en un tesoro sino «circulando» y estimulando el comercio. El atesoramiento de dinero podría contrarrestar los supuestos beneficios de la inflación, ya que no se gastaría el dinero nuevo. El hecho de acaparar podría dañar aquello que la inflación tiene por objetivo, a saber, un mayor gasto. De manera similar, Thomas Manley condena la avaricia, ya que «el dinero encerrado en los cofres de los ávaros es como acumular estiércol, no da beneficio alguno, pero cuando se dispersa, y se dispone de forma ordenada en el extranjero, enriquece la tierra[18]». En concordancia, estos autores consideraban algo perjudicial los atesoramientos privados y todo aquello que evitara la circulación de los lingotes[19]. Por tanto, aquí tenemos uno de los primeros episodios en los que el atesoramiento se considera algo desastroso.

El segundo grupo, en el que estaban incluidas las preferencias de Sir Francis Bacon (1561–1626), Gerrard de Malynes (1586–1641), Thomas Mun (1571–1641), and John Briscoe,[20] veía el atesoramiento de metales preciosos, ya fuera

---

330) y sobre la oposición de Potter al atesoramiento y la propuesta del mismo sobre una de las teorías más curiosas de la deflación de precios (p. 328). En una de las líneas de pensamiento más pintorescas en la historia del pensamiento económico, Potter afirmó que un aumento en la cantidad de dinero podría estimular la producción hasta el punto de que cayeran los precios. Él, obviamente, no veía problemas en una deflación de precios surgida de la inflación monetaria.

[18] Manley (1669, p. 53).

[19] (Viner [1937] 1975, pp. 45–46); Tiempo después, cuando el mercantilismo se estaba replegando, David Hume todavía condenaría el atesoramiento estatal como «una práctica que todos deberíamos declarar como destructiva, a saber, la acumulación de grandes sumas en forma de tesoro público, encerrándolas e impidiendo absolutamente su circulación ([1752] 1826b, p. 361).».

[20] (Viner [1937] 1975, pp. 8–9, 23–24, 26, 49); A pesar de que ninguno de ellos era mercantilista, tanto Richard Cantillon como Jacob Vanderlint

como tesoro de estado o como reservas privadas de riqueza, como algo muy beneficioso. Asimismo, consideraban el dinero como la mejor reserva de riqueza. Por lo tanto, el aumento de dinero en la economía significaba un aumento en la riqueza acumulada de la sociedad y esto se veía como algo bueno. Para este grupo, los ahorros en forma de acumulación de metales preciosos eran el objetivo principal de la actividad económica. La doctrina del ahorro se inspiraba en la moralidad puritana y en los principios religiosos.[21]

2.3 Teorías clásicas de deflación

2.3.1 La deflación y los primeros economistas clásicos

Los primeros economistas clásicos, por lo general, no ven la deflación como un problema ni hablan sobre ella, si la llegan a tomar en consideración, en gran detalle. Por ejemplo, Adam Smith habla de los efectos que la división del trabajo tiene sobre la producción sin mencionar siquiera la caída de precios. Por tanto, nos encontramos ante dos posibilidades con respecto a los primeros economistas clásicos: bien ninguno de estos autores consideraba que mereciera la pena debatir sobre problemas causados por la deflación de precios, o bien no eran conscientes del hecho de que el crecimiento

---

recomendaron al rey atesorar dinero con el objetivo de mantener los precios bajos y competitivos. Ver Rothbard (2006a, pp. 333–334).

[21] «La doctrina del ahorro también enfatizó la importancia de una balanza comercial favorable a través de otra línea de pensamiento» (Viner 1975, p. 30) Viner explica que «[E]l menosprecio hacia el consumo y la exaltación de la frugalidad y el ahorro eran doctrinas comunes de la época, sin ser éstas totalmente dependientes del razonamiento económico, sino que derivaban gran parte de su vitalidad de principios morales y religiosos y prejuicios de clase. Los puritanos rechazaban el lujo…» (p. 26)..

económico puede provocar que los precios caigan, siendo este último escenario altamente improbable. No obstante, algunos de estos economistas abordan procesos deflacionarios.

El mecanismo de flujo especie-dinero del patrón oro clásico descrito por primera vez por Richard Cantillon (1680–1734)[22] supone un escenario en el que se produce una deflación de precios. Cantillon se centra en los incrementos de la cantidad de dinero. Él señala que los cambios en la oferta monetaria afectan a los precios de forma distinta durante un período de tiempo prolongado, lo que resulta en una redistribución favorable a aquellos agentes económicos que reciben el nuevo dinero en primer lugar y una redistribución de recursos en la sociedad. Actualmente, este efecto recibe el nombre de «Efecto Cantillon». Sin describir de forma explícita el proceso de la deflación monetaria, su análisis parece implicar que los descensos en la cantidad de dinero tienen efectos simétricos. A pesar de que su disertación es bastante detallada, no ve —o, al menos, no menciona— ningún problema con respecto a la transferencia de dinero a otro país o problemas con respecto a la deflación de precios.

David Hume (1711-1776) es otro famoso exponente del mecanismo de flujo especie-dinero. Su disertación sobre el mecanismo de flujo especie-dinero, que analizaremos en breve, no es tan detallada como el análisis de Cantillo y a veces resulta deficiente, pues asume que todos los precios ascienden en proporción a los aumentos en la oferta monetaria. Sin embargo, en contraposición con Cantillon, Hume considera varios tipos de deflación. Más específicamente, describe la deflación de precios causada por el crecimiento económico, la deflación de precios causada por

---

[22] (Cantillon [1755] 1959, pp. 159–199); Cantillon escribió su disertación hacia 1730, pero no se publicó hasta 1755.

un uso extendido de dinero y la deflación de precios causada por una reducción en la oferta monetaria.

Para empezar, Hume no dedica mucho análisis a la deflación de precios causada por el crecimiento económico, pero menciona que: «Parece una máxima de evidencia casi absoluta, que los precios de todo dependen de la proporción entre mercancías y dinero… Si aumentan las mercancías, estas se vuelven más baratas[23]». En esta breve mención a la deflación por crecimiento, Hume no menciona ninguna reserva o miedo con respecto a la deflación de precios. En segundo lugar, Hume habla de un segundo tipo de deflación de precios causado por un uso extendido de dinero o por el surgimiento de dinero como alternativa al trueque:

> …[L]a esfera de circulación se agranda; el caso es el mismo que si esa suma individual sirviera a un reino de mayores dimensiones; y, por tanto, la proporción en lo respectivo al dinero disminuye, todo debe ser más barato y los precios disminuyen de forma gradual.[24]

De nuevo, debemos señalar la ausencia de una problematización de la deflación de precios.

En tercer lugar, Hume habla de la deflación de precios causada por una reducción de la oferta monetaria, considerando tanto reducciones puntuales como reducciones continuas en la misma. En su análisis del mecanismo de flujo especie-dinero, incluido en el ensayo «*De la balanza comercial*», se aprecia esta reflexión sobre una reducción puntual en la oferta monetaria. En este caso, no señala ningún efecto adverso de la deflación de precios. Esto es particularmente curioso si se tiene en consideración un ejemplo que plantea Hume, en el que supone que cuatro quintas partes del dinero

---

[23] Hume ([1752] 1826a, pp. 326–327).
[24] Hume ([1752] 1826a, p. 329).

total del Reino Unido desaparecen durante la noche. El autor argumenta que en tal caso todos los precios caerían de forma proporcional, induciendo exportaciones y, reabasteciendo de esta manera la oferta monetaria[25]. Sin embargo, no ve estas cuatro quintas partes de deflación de precios como algo problemático, o si lo hace, no lo menciona.

Teniendo en cuenta los argumentos, podemos señalar que el economista clásico David Hume no ve la deflación de precios per se como algo problemático. No obstante, y esto es de alguna forma sorprendente después de lo que se ha comentado arriba, sí ve una deflación monetaria continuada como algo problemático. Si bien Hume afirma que cualquier cantidad de dinero es óptima para el correcto funcionamiento de una economía monetaria, los cambios en la cantidad de dinero tendrían efectos a corto plazo. Así, afirma que aumentar la cantidad de dinero elevaría el «espíritu industrial en la nación[26]». Reducir la cantidad de dinero tendría el efecto contrario.

> Una nación, cuyo dinero se reduce, es, en ese momento, en realidad más débil y desgraciada que otra nación que no posee más dinero, pero está en el lado del crecimiento. Esto se explica fácilmente si consideramos que las alteraciones en la cantidad de dinero, ya sean hacia un lado o el otro, no se contrarrestan de manera inmediata con alteraciones proporcionales en el precio de las mercancías. Existe siempre un intervalo antes de que los elementos se adapten a su nueva situación; y este intervalo es tan peligroso para la industria, cuando el oro y la plata disminuyen,

---

[25] (Hume [1752] 1826b, p. 351); Es necesario criticar el planteamiento de Hume sobre la caída proporcional de precios. Incluso aunque todos los individuos perdieran dinero nominal de forma proporcional, podrían reaccionar de forma muy distinta ante ese incidente. Él no se concentra en los procesos dinámicos causados por las reducciones o emisiones de dinero en el mundo real, sino tan solo en el equilibrio de precios a largo plazo.

[26] Hume ([1752] 1826a, p. 324).

> como es ventajoso cuando estos metales aumentan. Los trabajadores no obtiene [sic!] su empleo del fabricante y el comerciante, pero paga el mismo precio por todos los productos del mercado.[27]

Por tanto, en cierto modo, Hume introduce una nueva perspectiva de deflación en el pensamiento económico. La considera más problemática y emplea el argumento de precios rígidos (es decir, el de que la deflación es perjudicial porque algunos precios son rígidos, lo que implica una gran dificultad de que caigan). Incluso a largo plazo, una deflación monetaria sería neutral, es decir, no tendría efecto sobre factores económicos reales y, a corto plazo, habría problemas de adaptación. Más concretamente, el proceso de deflación monetaria no sería neutral a corto plazo. La disertación de Hume puede considerarse como el primer ataque intenso contra la deflación monetaria en la historia del pensamiento económico. No obstante, Hume no comprende que cuando caen todos los precios, tanto los costes (monetarios) de compra como los ingresos de venta caen de igual forma. Esto puede ser tanto peligroso como estimulante para la industria en función de la velocidad a la que caigan los ingresos de compra y venta. En otras palabras, no hay una razón clara del por qué los costes de compra no deberían caer más rápido que los ingresos de venta cuando disminuye la cantidad de dinero. En resumen, la aciaga disertación de Hume constituiría la fuente de futuros argumentos contra la deflación monetaria, especialmente aquellos argumentos con respecto al «espíritu industrial» o, más bien, los efectos motivadores de las políticas deflacionarias en las acciones de los empresarios.

Uno de los primeros economistas clásicos en realizar un análisis en profundidad de argumentos que trataban la

---

[27] Hume ([1752] 1826a, pp. 324–325).

deflación monetaria fue el economista sueco Pehr Niclas Christiernin (1725–1799). Christiernin publicó sus escritos durante un período de expansionismo monetario iniciado por el Banco de Suecia a fin de financiar un déficit presupuestario del gobierno, debido, en gran medida, a la Guerra Nórdica de los Siete Años (1756–1763)[28]. Al fundar el Hat Party, algunos fabricantes y comerciantes privilegiados, especialmente los exportadores de hierro, se vieron beneficiados por la inflación de dinero y crédito. Su oposición, el Cap Party, rechazaba estos privilegios y la inflación monetaria. En 1765, el Cap Party ascendió al poder e inició una intensa deflación monetaria acompañada de una deflación de precios. Los Caps alegaron la redistribución como argumento[29] y favorecieron su trayectoria deflacionaria al afirmar que la deflación compensaría a aquellos que hubieran sufrido pérdidas durante el período inflacionario acontecido con anterioridad. Por otra parte, aquellos que se hubieran visto beneficiados durante el período inflacionario, como los comerciantes ricos del Hat Party, sufrirían pérdidas.[30]

Curiosamente, Christiernin era uno de los pocos miembros del Cap que se oponían a la deflación. Haciendo alusión a uno de los análisis de Hume, Christiernin escribe que

> [E]s fácil que los precios se ajusten al alta cuando aumenta la oferta monetaria, pero hacer que bajen los precios ha sido siempre más difícil. Nadie reduce los precios de sus mercancías o su trabajo hasta que la falta de ventas le obliga a hacerlo. Por ello, los trabajadores deben pasar hambre y debe detenerse la laboriosidad de los asalariados antes de que pueda reducirse el precio de mercado establecido ([1761] 1971, p. 90).

---

[28] Ver Rothbard (2006b, p. 218).
[29] Ver Rothbard (2006b, p. 219).
[30] Esto puede ser válido, aunque no necesariamente, como opinión histórica para casos individuales.

La disertación de Christiernin sobre que los trabajadores deben pasar hambre antes de estar dispuestos a reducir sus salarios nominales parece un poco extrema. Además, no explica por qué los trabajadores solo piden salarios excesivamente altos en períodos de deflación de precios, pero no durante la inflación de precios. Christiernin proporciona más argumentos contra la deflación monetaria. Afirma que la consiguiente deflación de precios tendría efectos negativos: aumentos indeseables de existencias, aumento de las deudas reales y bancarrotas, aumento en la carga de impuestos, crisis crediticias, disminución de las exportaciones por la apreciación de la moneda y atesoramiento de dinero inactivo debido a las expectativas deflacionarias. Todo esto conduciría a un gasto real por debajo de su capacidad[31]. Christiernin ([1761] 1971, p. 91) señala de igual forma que, como resultado de la deflación de precios, aumentaría la deuda de la corona. También afirma que los deudores sufren pérdidas durante una deflación de precios. Al establecer una conexión entre los deudores y las clases dirigentes, parece ser consciente de que estas clases sufrirían pérdidas durante una deflación de precios, y se habría beneficiado, en contraposición, de una expansión monetaria. Christiernin escribe: «Casi todos los terratenientes, comerciantes, herreros y fabricantes son deudores ([1761] 1971, p. 92)». Como consecuencia de sus ideas, Christiernin favorece el establecimiento del valor de la unidad monetaria, el Daler sueco, y, al hacerlo, anticipa los argumentos defendidos por los defensores de la inflación cero o los estabilizadores del nivel de precios, los cuales se analizarán en breve. Obviamente, si tuviera que elegir entre inflación o deflación, Christiernin optaría por la primera.

No obstante, deberíamos recordar que, por lo que respecta a su tratamiento de la deflación, Christiernin es una

---

[31] Ver Humpfrey (2004, p. 17).

excepción, un teórico que no encaja, entre los primeros economistas clásicos. Destacados economistas clásicos como Adam Smith (1723–1790), David Ricardo (1772–1823), and Jean-Baptiste Say (1767–1832) no hablan de la deflación como un problema a pesar de que analizan procesos deflacionarios. Así, en *La riqueza de las naciones,* Adam Smith describe las razones del crecimiento económico, pero no establece la necesidad de que se dé un incremento de la oferta monetaria para acompañar este crecimiento económico. Smith analiza las ventajas de un aumento de la división de trabajo[32] o de la acumulación de capital sin hacer ningún comentario sobre los efectos negativos de una posible deflación de precios.[33] Smith también señala que, con un incremento en la cantidad de mercancías y una oferta monetaria constante, aumenta el valor del dinero. No obstante, no aborda ningún problema con este proceso. Al contrario, afirma que la demanda de trabajo aumenta debido a este proceso.[34]

Al igual que Smith, David Ricardo se interesa también por el precio de equilibrio a largo plazo, y, consecuentemente, no se preocupa por deflación de precios a corto plazo. En *El alto precio de los lingotes,* por ejemplo, señala que cualquier nivel de oferta económica es óptimo y que la escasez de dinero es simplemente inexistente:

> Si la cantidad de oro y plata que se utiliza como dinero en el mundo fuera sumamente pequeña, o de enormes dimensiones… la variación en su cantidad no habría producido otro efecto que el de hacer que las mercancías por las que debía intercambiarse fueran comparativamente caras o baratas ([1810] 2004, p. 53).

En la misma línea, prosigue:

---

[32] Smith ([1776] 1976), Libro I Cap. I.
[33] Smith ([1776] 1976), Libro II, Introducción.
[34] Smith ([1776] 1976, p. 356).

> Cuando el número de transacciones aumenta en un país cualquiera debido a su opulencia creciente y a la industria —permaneciendo estable el valor del lingote e inalterada la economía en el uso de dinero— el valor del dinero aumentará debido al mayor uso que se hará de él, y continuará permanentemente por encima del valor del lingote, a menos que aumente la cantidad, bien por la adición de papel, o bien procurando que el lingote se acuñe en forma de dinero. Habrá más mercancías compradas y vendidas, pero a precios más bajos; por lo que el mismo dinero seguirá siendo adecuado para el mayor número de transacciones y aumentará su valor en cada transacción ([1816] 2004, p. 56).

Aquí, Ricardo se centra en los efectos a largo plazo y no ve efectos adversos ni en una deflación monetaria ni en una deflación de precios. Para él, el clasicista, el dinero es neutral. Además, de forma similar a Smith, Ricardo describe procesos con efectos deflacionarios sin ver necesario hablar de ellos en detalle. Por ejemplo, escribe sobre los aumentos de la riqueza causados por la división del trabajo debido al comercio exterior. En su ejemplo de comercio exterior entre dos países, los precios de las mercancías comercializadas en el exterior caen en ambas naciones.[35] No obstante, Ricardo no ve esto como algo problemático. Además, habla del caso en el que un capital[36] más abundante y la introducción de maquinaria[37] resultan en crecimiento económico. Este teórico afirma que los costes de producción determinan los precios y que la maquinaria reduce los costes de producción y, así, de forma indirecta, los precios de las mercancías.[38] Así, habla de las causas de la deflación de precios, a saber, el crecimiento económico, sin preocuparse del fenómeno. No obstante, debido a sus vivencias, se convertirá más tarde en un opositor de la deflación monetaria en ciertas circunstancias, como

[35] Ricardo ([1817] 1973), Cap. VII
[36] Ricardo ([1817] 1973), Cap. XXI
[37] Ricardo ([1817] 1973), Cap. XXXI
[38] Ricardo ([1817] 1973), Cap. XXX, XXXI

veremos en breve. Esto indica que en sus años posteriores se opuso, al menos, a esta posible causa de deflación de precios.

El economista clásico francés Jean-Baptist Say también habla sobre procesos deflacionarios y concuerda con Adam Smith y David Ricardo en que la división de trabajo resulta en un aumento de la producción (1845, p. 91). Señala, además, sus efectos deflacionarios: «La división de trabajo abarata los productos al producir una mayor cantidad de los mismos con la misma o una menor carga productiva. La competencia pronto obliga al productor a bajar el precio de la cantidad total del ahorro efectuado (1845, p. 93)». Say, aparentemente, no ve la deflación de crecimiento como un problema.

En resumen, Smith, Ricardo y Say mencionan procesos (principalmente procesos de crecimiento económico) que podrían resultar en una deflación de precios sin analizar la cuestión de si esto supondría un problema para el desarrollo económico. Hay dos explicaciones posibles para ello. La primera es que ellos no vean ningún problema con los procesos deflacionarios o consideren que no merece la pena hablar de ello. O, la segunda, es que a Smith, Ricardo y Say les preocupe más el análisis del equilibrio «natural» a largo plazo. Los tres analizan diferentes estados de equilibrio a largo plazo y no les preocupa el dinámico proceso de mercado que lleva a esos estados. En consecuencia, no hablan de los posibles efectos adversos «intermedios» de las reducciones en la cantidad de dinero.

2.3.2 Teorías de deflación tras las guerras napoleónicas

Las teorías de deflación y los argumentos contra la misma manan y surgen en tiempos de descontento, pues aquellos que sufren pérdidas durante una deflación de precios quieren beneficiarse de una expansión del crédito, es decir, de una inflación monetaria. Así, en el Reino Unido florecieron nuevas teorías sobre la deflación como consecuencia de una

contracción del crédito. En 1798, el Reino Unido abandonó el patrón oro ante la amenaza de invasión francesa. Los bancos expandieron el crédito de forma sustancial y aumentaron la cantidad de billetes del nuevo dinero fiduciario. Se produjo un auge artificial durante el tiempo de guerra. Tras la guerra, se volvió evidente que se habían llevado a cabo malas inversiones y que estas tenían que liquidarse. La correspondiente contracción del crédito, que vino acompañada de crecimiento económico, y la expectativa de un retorno a la antigua paridad, llevaron a una fuerte deflación de precios.[39] Durante este período, muchos economistas que habían favorecido la reanudación del pago en especies se retractaron y criticaron la deflación. Durante estos años se produjo el nacimiento de una fobia generalizada a la deflación que a día de hoy todavía prevalece en la profesión. No es sorprendente que esto beneficiase a la clase dirigente, principalmente a las empresas con conexiones políticas que habían llevado a cabo malas inversiones durante los años inflacionarios de guerra. Estas empresas favorecieron el dinero fácil y la inflación.[40] Así, los agricultores que se habían endeudado al aumentar de forma excesiva la producción durante el tiempo de guerra se opusieron fervientemente a la deflación de precios y defendieron la inflación monetaria. Por ejemplo, en representación del partido político Tory y de poderosos terratenientes de la aristocracia, la revista Quarterly Review se retractó de su postura inicial favorable a la reanudación del pago en especies y lanzó duros ataques contra la deflación de precios.[41]

Con respecto a los nuevos argumentos que surgen contra la deflación de precios en este período, Jacob Viner ([1937] 1975, pp. 185–186) escribe lo siguiente:

---

[39] Ver Rothbard (2006b, pp. 203–205).
[40] Ver Rothbard (2006b, p. 204).
[41] Ver Rothbard (2006b, p. 205).

> En aquella época existía un acuerdo general respecto a la idea de que los cambios en los niveles de precios resultaban en una redistribución arbitraria e injusta de riqueza e ingresos. No obstante, aparecieron, durante este período, nuevos argumentos en apoyo a la doctrina de que la caída de precios tenía efectos adversos en el *volumen* de riqueza y producción que la hacía particularmente indeseable, y que el aumento de precios podía ser ventajoso para la producción y la acumulación de riqueza para compensar su influencia injusta en la distribución. La aceptación general de estos argumentos fue tal que constituyó, al menos, una defensa parcial de la inflación de tiempo de guerra y reforzó la oposición a reanudar la antigua paridad. (Original en cursiva)

Los nuevos argumentos contra la deflación de precios y su nueva calidad son importantes, por tanto, para este período. El surgimiento de prejuicios en estos argumentos está relacionado con una deflación de precios producida durante este período que perjudicó a muchos individuos. Uno de los primeros enemigos de la deflación es Thomas Attwood (1783–1859), al igual que su hermano Matías. Los Attwoods eran banqueros de Birmingham, y como tal tenían una tendencia a ser opositores de la deflación.[42] Además, ambos «actuaban como portavoces de la industria del hierro y el latón[43]» de Birmingham, su ciudad de nacimiento. Su padre, Matthias Attwood Sr., era fabricante de acero.[44] Birmingham era la principal beneficiada de los años de guerra por su industria armamentística y de acero. Estas industrias entraron en crisis al final de la guerra, momento en el que se produjo una adaptación de la estructura de producción para adaptarse a las condiciones del período de paz.

---

[42] Los banqueros temen la deflación porque puede resultar en incumplimientos de condiciones de préstamo por parte de sus clientes y, por ende, en pérdidas.
[43] Ver Rothbard (2006b, p. 205).
[44] Ver Fetter (1964, p. Viii).

Así, no es sorprendente que Thomas Attwood calificara la caída de precios como un grave mal[45] que tan solo podía prevenirse mediante la instauración de un papel moneda inconvertible y el continuo aumento de su suministro. En *Prosperity Restored* (1817, pp. 78–79), afirma que la caída de precios, cuando no afecta a todos los precios al mismo tiempo (tributos incluidos), oprimiría al comercio debido a los problemas que surgirían para los deudores y a los efectos psicológicos adversos en forma de falta confianza en la propiedad:

> Si los precios cayeran de repente, de forma generalizada e igualitaria en todos los aspectos, *y si se comprendiera bien que la cantidad de deudas*[46] *y tributos deberían caer en la misma proporción, al mismo tiempo*, es posible que tal caída se diera sin detener el consumo y la producción, en cuyo caso no sería ni perjudicial ni beneficiosa en gran medida, pero cuando una caída de este tipo de produce de una forma oscura y desconocida, primero sobre un

---

[45] David Laidler (2000, p. 17) llega a una conclusión parecida y explica la animadversión hacia la deflación por parte de Thomas Attwood y grupos de interés relacionados con el acero y la agricultura de la siguiente manera: «La agricultura se enfrentó nuevamente a la competencia extranjera [tras el fin de las guerras napoleónicas], mientras que los fabricantes de armas menores y sectores de la metalurgia observaron un precipitado declive en la demanda de su producción. En vista de lo sucedido, quizás era de esperar que se sorprendiera en ocasiones a los representantes de los intereses agrícolas en el Parlamento intentando obstaculizar la restauración de la convertibilidad y la deflación que debía acompañarla. Tampoco es sorprendente que, debido a que el trabajo de manipulación de metal se concentraba en Birmingham, esta importante ciudad se convirtiera en el centro de actuación de un cuerpo disidente y bastante radical de pensamiento económico. El principal, y ciertamente más pudiente portavoz de la llamada Escuela de Birmingham de ese momento fue el banquero Thomas Attwood». (Original en cursiva)

[46] De nuevo, Attwood habla aquí en su propio interés económico ya que él mismo era deudor. Tal y como afirma Fetter: «Ya en 1836, cuando Matthias Attwood Sr. murió, los Attwoods no solo no tenían capital neto en el banco, sino que estaban profundamente endeudados (1964, XXVII)».

elemento y después sobre el otro, sin ninguna caída correspondiente de deudas y tributos, tiene por efecto el de destruir toda la confianza en la propiedad y todos los incentivos a su producción o al empleo de los trabajadores en cualquier sentido.[47]

En Thomas Attwood también podemos encontrar el argumento de los precios rígidos (salarios) contra la deflación (Viner 1975, pp. 186–187). Él afirma que cuando se produce una deflación monetaria, los precios deben caer, pero como no caen los salarios, los trabajadores se quedarán sin empleo. Sus palabras recuerdan a las de Christiernin, Attwood argumenta que los salarios solo caerían después de un cierto tiempo, cuando los trabajadores, encontrándose bajo presión de «intensa miseria», aceptaran finalmente una reducción en sus salarios. A medida que cae la producción y el empleo, se desarrolla una espiral descendente cada vez más vertiginosa[48]. En un último esfuerzo para promover sus recomendaciones normativas, Attwood apela a la clase pudiente. En una carta al Conde de Liverpool afirma que la deflación de precios llevaría a la miseria y al descontento de la población y que el malestar social podía hacer que se tambalease el trono del rey (Attwood 1819, p. 42).

John Wheatley (1772– 1832)[49] aportó argumentos similares a los de Attwood. Wheatley no ve como un problema la deflación por crecimiento, es decir, la caída de precios causada por el crecimiento económico. No obstante, considera perjudiciales otros episodios de deflación de precios y recurre al argumento de la rigidez de precios. Así, afirma que los salarios, rentas y tasas no caen, pues los contratos a largo plazo son difíciles de modificar. Esto provocaría dificultades

[47] Citado en Viner (1975, p. 186); original en cursiva.
[48] Ver Humpfrey (2004, p. 28).
[49] Ver Viner (1975, p. 187).

tanto para los granjeros como para los fabricantes[50]. John Wheatley provenía de una prominente familia aristocrática militar y terrateniente. Tenía conexiones con el comercio de la India Occidental y él mismo experimentó problemas financieros[51]. En vista de sus antecedentes familiares, Frank Fetter especula que a Wheatley le preocupaban especialmente las condiciones de la agricultura y la propiedad de tierras (1942, pp. 369–370).

Wheatley afirma que una caída de precios sería mucho peor que una subida de precios. No obstante, no ve una deflación de crecimiento, sino más bien una deflación de precios causada por una deflación monetaria, como algo problemático. De esta forma anticipa la opinión actual generalizada de que hay una buena deflación de precios (causada por el crecimiento económico) y una mala deflación de precios (causada por otras razones):

> Cuando los precios bajos proceden de un incremento de la producción, manteniéndose la misma cantidad de dinero, son buenos [;] son buenos, porque todos reciben el mismo ingreso que antes, y como ese ingreso irá mucho más lejos, todos se benefician de la abundancia que los causa. Pero cuando proceden de una reducción de dinero, manteniéndose la misma cantidad de productos, son un mal, porque tan solo aquellos que pueden exigir legalmente una suma establecida pueden recibir el mismo ingreso, mientras que los que obtienen un ingreso fluctuante de la agricultura y el comercio sufren una pérdida acorde a su reducción. Cuando están causados por un aumento de productos, el suministro adicional compensa la deficiencia en el precio, y la cantidad añadida se vende, produciéndose un beneficio igual de elevado que si se hubiera vendido una cantidad menor a precios

[50] C.C. Western, George Julius Poulett Scrope (1797–1876), Thomas R. Malthus (1766–1834) y Henry Thornton (1769–1815) emplean argumentos similares sobre la rigidez de precios. Para los tres primeros, ver Viner (1975, p. 187), np. 3. Ver también Thornton ([1802] 1978, p. 119).

[51] Ver Fetter (1942, pp. 358, 361).

> altos, sin producirse de esta manera ninguna disminución del ingreso.[52]

Henry Thornton (1769–1815) teme una deflación monetaria incitada deliberadamente tras una inflación monetaria. Él afirma que los salarios tienden a ajustarse a la baja de forma más rígida que otros precios, lo que resulta en problemas para los fabricantes. Los trabajadores verían la caída de precios como algo transitorio y, por tanto, no estarían dispuestos a aceptar una reducción de salario. Thornton, además, aporta otros dos argumentos contra la deflación monetaria deliberada.[53] Afirma que, durante una deflación monetaria, los comerciantes restringirían sus compras para reponer sus saldos nominales de efectivo, que habrían caído. Esto tendría un efecto de opresión sobre los fabricantes. Más tarde, habla de las ineficiencias inducidas por la inactividad que provoca la deflación. Los bienes que no se vendieran se acumularían para ser lanzados repentinamente al mercado cuando los productores necesitaran efectivo. Incluso se opone a la salida del oro por medio del mecanismo de flujo especie-dinero (que los primeros economistas clásicos consideraban el proceso más natural) y recomendó al Banco de Inglaterra neutralizarlo a través de la emisión de billetes.[54] Con respecto a los intereses de Thornton como banquero, no es sorprendente que le preocupara la deflación.

George Julius Poulett Scrope[55] (1797–1876) es otro autor que temía un escenario deflacionario. Escribió que

---

[52] Wheatley (1816), A Letter to Lord Grenville on the Distress of the Country, p. 29 tal y como se cita en Fetter (1942, p. 374).
[53] Ver Humpfrey (2004, pp. 20–22).
[54] Rothbard (2006b, p. 175). En el famoso Bullion Report, Thornton también aboga por una devaluación de la libra para prevenir una deflación de precios. Ver Rothbard (2006b, p. 195).
[55] George Julius Poulett Scrope, el hijo de un comerciante, también se casó en el seno de una familia aristocrática.

> las épocas de opresión y dificultad general entre las clases productivas, acompañadas de sobreabastecimiento general o un aparente exceso de todos los bienes en cada mercado… están… ocasionadas por la fuerza de alguna causa artificial perturbadora u otra. Un sobreabastecimiento general, esto es, una caída general de precios del conjunto de mercancías por debajo de sus costes de producción, equivale a un aumento del valor general de dinero intercambiable y es la prueba, no de un suministro excesivo de bienes, sino de una oferta monetaria deficiente por la que deben intercambiarse los bienes ([1833] 1969, pp. 214–215).

Scrope asume de forma implícita que los precios de los factores de producción son rígidos y no pueden caer, mientras que los precios de bienes de consumo caen. Por tanto, los precios de los bienes caen por debajo de sus costes de producción. La solución en una situación de ese tipo, desde el punto de vista de Scrope, es obviamente un aumento de la cantidad de dinero.

Incluso los grandes defensores de la reanudación del pago en especias como David Ricardo o Edward Copleston (1776–1849) se tornan menos asertivos respecto a un patrón oro en moneda puro debido a su miedo a la deflación. Copleston enfatiza los problemas en la agricultura causados por la caída de precios[56]. Ricardo[57] se muestra a favor de un patrón oro en lingotes, cuya inflación por parte del sistema bancario es más sencilla que la de un patrón lingotes oro, pues tan solo algunos comerciantes ricos pueden usar oro en una transacción y reanudar sus depósitos en especie.[58] Además, Ricardo, aparentemente quiere prevenir una deflación de precios. Afirma que nunca le recomendaría al gobierno

[56] Ver Rothbard (2006b, p. 209).

[57] Tal y como se ha indicado arriba, Ricardo, en su análisis teórico a largo plazo, no tiene fobia a la deflación. Se vuelve de alguna forma fóbico a la deflación tan solo en lo relacionado con las políticas prácticas de su tiempo.

[58] Ver Rothbard (2006b, p. 207).

restablecer la paridad de una divisa devaluada y fuertemente inflada a sus anteriores niveles. En un fragmento de una carta a John Wheatley, escribe que él:

> nunca le recomendaría a un gobierno restablecer la paridad de una divisa que se hubiera depreciado en un 30%; debería recomendarle, como usted propone, pero no de la misma forma, que se fije la divisa en el valor depreciado por medio de la reducción del patrón, y que no se produzcan más desviaciones[59].

De esta carta, uno puede deducir que es a la deflación intensa y repentina a lo que Ricardo se opone.[60] Considera que una deflación del 30% es demasiado y que desencadenaría problemas por la rigidez de precios. No ve como peligrosa una pequeña deflación gradual.[61] Observamos que, tras su experiencia con la deflación tras las guerras napoleónicas, incluso Ricardo, el defensor de la reanudación, no estaba exento de fobia a la deflación.

En resumen, antes de este período, a casi nadie le preocupaba el fenómeno de la caída de precios en particular. Aparentemente, a los teóricos no les preocupaba los flujos de especie del patrón oro que podrían causar una deflación de precios. La literatura sobre la controversia bullionista, no obstante, trajo consigo nuevos argumentos con respecto a la deflación. Las primeras teorías de deflación aparecieron en el momento en el que Gran Bretaña restauró el pago en especies tras la caída de precios producida durante una recesión contractiva y en el que muchos fabricantes e intereses

---

[59] Ricardo ([1821] 2004, p. 73).

[60] Jean-Baptiste Say también se oponía al retorno a la antigua paridad. Él utiliza un argumento legal al afirmar que, con la antigua paridad, los deudores tendrían que pagar más de lo que debían en el caso de que les requiriera devolver el dinero. Ver Rist (1966, p. 184).

[61] Ver Humphrey (2004, pp. 23–24).

agrícolas[62] favorecieron la expansión monetaria. Mostrándose a favor de estos argumentos posteriores, Viner apoya a estos teóricos que favorecen la utilización del papel moneda inconvertible a fin de terminar con las incomodidades del patrón oro (1975, p. 217):

> Han presentado argumentos válidos e inéditos sobre las ventajas económicas de la libertad que ofrece un patrón monetario independiente a fin de evitar una deflación (o inflación!) inducida por factores externos, de hacer frente a una deflación causada por factores internos e intensificada por la prevalencia de la rigidez a la baja de los precios de los factores de producción y , en general, de proporcionar a un país la cantidad de métodos de pago que se consideren más apropiada frente al hecho de que esa cantidad esté limitada por factores externos que escapen a su control.

2.3.3 Teóricos clásicos posteriores de la deflación

Robert Torrens (1834/1970) es uno de los autores clásicos posteriores que escribieron sobre la deflación. Él temía que un arancel proteccionista impuesto por un país extranjero provocara una deflación de precios en su propio país. En este caso, una disminución de los aranceles nacionales agravaría la presión a la baja de los precios, ya que se perderían los metales. En particular, escribe:

> Cuando, debido a la rivalidad extranjera y a los aranceles hostiles, un país comienza a perder parte de su hegemonía sobre los metales preciosos y a experimentar una contracción de la divisa, una caída de precios, beneficios, salarios e ingresos, entonces, la reducción de los derechos de importación sobre las producciones

---

[62] Con respecto a las fábricas y a grupos de interés agrícola, ver Rothbard (2006b, p. 206). Por ejemplo, el aristócrata y terrateniente, el Conde de Carnavon criticó el Resumption Act of 1819, al igual que el hecho de disminuir los precios agrícolas y aludió a la expansión monetaria y a las políticas monetarias como solución.

> de los países que mantienen sus aranceles hostiles, lejos de conceder alivio, agravaría la tensión general. Esto provocaría una extracción más rápida de metales y una caída más profunda de precios, beneficios, salarios e ingresos, acompañada no de una disminución, sino de un aumento del alcance real de la tributación (Torrens [1834] 1970, pp. 28–29).

Así, Torrens favorece los aranceles nacionales. Cuenta con que esos aranceles traigan de vuelta metales preciosos y, por tanto, se prevenga una deflación de precios. Torrens utiliza del mismo modo los argumentos generalizados de aumentar la carga real de las deudas y los salarios rígidos.[63]

John Stuart Mill (1806–1873) continúa la tradición de Adam Smith, David Ricardo y Jean-Baptise Say, quienes hablan de las razones del crecimiento económico, pero no están preocupados por una deflación por crecimiento. En 1844, se opone a la propuesta de incrementar la oferta monetaria junto con aumentos en la producción y en el uso del dinero. Califica esas propuestas, como la realizada por Sir Robert Peel, como degradantes del patrón (1844, p. 581). Por lo tanto, no teme la deflación de precios que puede producirse cuando la producción se encuentra en crecimiento y la oferta monetaria es constante. Además, Mill sostiene que la división de trabajo aumenta la productividad[64] y describe cómo la producción a gran escala aumenta la misma.[65] También afirma que el progreso de la industria y la población provoca una caída de los costes de producción[66] y menciona la situación contemporánea del mundo sin preocuparse por la deflación de precios. No habla de la deflación como una amenaza en estas circunstancias.

---

[63] Ver Humphrey (2004, pp. 38–39).
[64] Mill ([1848] 1965), Libro I, Cap. VIII
[65] Mill ([1848] 1965), Libro I, Cap. IX
[66] Mill ([1848] 1965), Libro IV, Cap. II.

En resumen, podemos discernir dos corrientes de pensamiento con respecto a la deflación en la economía clásica. En una primera corriente de pensamiento, autores como Smith, Ricardo, Say y Mill no ven ningún problema en la deflación de precios, o, al menos, no lo ven como algo que merezca la pena mencionar en sus disertaciones teóricas y tratados. En la otra corriente de pensamiento, autores como Hume y Christiernin a la cabeza, seguidos por autores ingleses tras las guerras napoleónicas, son más críticos con la deflación de precios. Consideran la deflación como algo perjudicial. Esta corriente de pensamiento está forjada por los eventos históricos de su tiempo. A veces tenían conexiones personales con los grupos que habían sufrido pérdidas durante la deflación de precios.

En el próximo apartado, hablaré de las teorías de la deflación aportadas por las primeras reflexiones neoclásicas. Después, analizaré dos grupos de pensadores que vuelven a la economía clásica.

2.4 Teorías neoclásicas de deflación

2.4.1 Primeras reflexiones neoclásicas sobre deflación

Alfred Marshall (1842-1924) sigue la línea clásica de economistas como Adam Smith, David Ricardo, Jean-Baptiste Say o John Stuart Mill, quienes no tratan la deflación de forma crítica. Al igual que Ricardo y Smith, Marshall se centra en el equilibrio a largo plazo en su análisis teórico. No habla de posibles problemas transitorios surgidos durante la deflación de precios. Por tanto, no es posible encontrar un planteamiento crítico sobre la deflación por parte de Marshall.

Tan solo habla de forma indirecta sobre la deflación de precios cuando escribe sobre el progreso económico y la caída de costes[67]. En este contexto, no habla sobre posibles problemas ligados al progreso económico y a la caída de los costes. Por lo tanto, uno puede asumir que Marshall no veía ningún problema surgido por la deflación de precios.

En la teoría neoclásica temprana, existe un importante planteamiento sobre la deflación de precios por parte de Knut Wicksell (1851–1926). Su caso es curioso ya que, a lo largo de varias etapas de su vida, defiende teorías distintas de deflación aparentemente inconsistentes. En su famoso artículo «The Influence of the Rate of Interest on Prices» (1907) Wicksell expone su teoría de inflación y deflación. Cuando el sector bancario reduce su tipo de interés a un nivel inferior al que le correspondería, es decir, la tasa de beneficio existente o la tasa de interés natural, se producirá en consecuencia una expansión del crédito y los precios seguirán aumentando. Cuando, por el contrario, el sector bancario aumenta su tipo de interés por encima de la tasa de interés natural, los precios continuarán bajando. La caída de precios se produce porque los créditos estarán restringidos y los empresarios tendrán menos dinero para pujar con el fin de adquirir factores de producción. En otras palabras, se produce una contracción del crédito.

La disertación de Knut Wicksell sobre la deflación de precios es ambivalente y cambia con el tiempo.[68] Parece que no tenía una opinión firme con respecto al tema de la deflación. Por un lado, afirma que la deflación resulta en el estancamiento de la actividad empresarial, el desempleo y la caída de salarios ([1898] 1968, pp. 2–3). También sostiene que, posiblemente, el efecto más importante de una deflación

---

[67] Marshall (1920), Libro VI, Caps. XII y XIII

[68] Con respecto al planteamiento de Wicksell sobre la deflación, ver Bioanovsky (1998)

serían sus repercusiones fiscales. Los salarios de los funcionarios de estado no se rebajarían tan rápido como los otros precios. Además, los acreedores públicos solicitarían una mayor participación real, lo que, al final, significaría una mayor tributación para pagar las deudas gubernamentales. En 1908, afirma que una caída del nivel de precios perturba el espíritu empresarial y destruye muchas compañías. En 1919, sostiene que la caída de precios tendría un efecto negativo sobre la producción.

Por otro lado, Wicksell afirma que una deflación anunciada y perfectamente prevista no tendría efectos reales si se la tiene en cuenta en todo contrato económico. Además, tampoco perjudicaría excesivamente a la economía una deflación imprevista pero gradual[69]. Después de la Primera Guerra Mundial, se muestra a favor de a una política deflacionaria para llevar a Suecia de vuelta al patrón oro en la paridad anterior a dicha guerra. Justifica su punto de vista destacando la importancia que tiene la estabilidad del valor del dinero para los contratos. Además, Wicksell recurre a la historia económica y afirma que, entre 1873 y 1896, había coexistido un largo período de deflación de precios y una economía próspera. Inspirado, posiblemente, por el criticismo de Eli Heckscher[70], sostiene que tan solo las compañías endeudadas sufrirían pérdidas reales en una deflación general de precios. Wicksell critica con severidad el planteamiento de que la deflación de precios resultaría en desempleo por la rigidez de salarios. Se pregunta por qué no iban a poder comparar los trabajadores los índices de coste de vida con sus salarios

---

[69] De acuerdo a Gustav Cassel, una deflación anunciada no puede ser gradual, pues si un banco anunciara una política de ese tipo, la demanda se contraería de forma inmediata y aceleraría la caída de precios. El banco central perdería el control del ritmo del proceso. Ver Bioanovsky (1998, p. 248).

[70] Ver Bioanovsky (1998).

nominales. Así, considera que los trabajadores, conscientes de la caída general de precios, estarían dispuestos a aceptar reducciones en sus salarios nominales. Los salarios no serían más rígidos que otros precios.

Tras la depresión sueca de 1921-1922, la opinión de Wicksell sobre la deflación se vuelve, de nuevo, más negativa. Explica la depresión sueca por el incremento de las deudas reales y el atesoramiento inducido por la deflación de precios. Como consecuencia, Wicksell sugiere indexar todos los contratos financieros. En resumen, Wicksell afirma que una deflación perfectamente prevista sería neutral. No obstante, con el tiempo, se vio influido por eventos históricos, y vio más problemas prácticos con la deflación como los efectos de la bancarrota y el atesoramiento, de tal modo que sugirió la indexación de los contratos.

El personaje pintoresco de este período es Silvio Gesell (1862–1930), que anticipa a John Maynard Keynes en su teoría de las crisis (2003, pp. 143–144): cuando la producción aumenta y las reservas de dinero no lo hacen, los precios tienden a bajar. A medida que aumentan las expectativas de deflación de precios, el dinero se acumula o se «entierra». En consecuencia, la demanda de bienes disminuye y comienzan las crisis económicas.

Gesell advierte que para prevenir las crisis económicas sería necesario evitar que los precios cayeran (2003, p. 150). Para conseguirlo, Gesell propone su famoso «Freigeld» (2003, pp. 179–240). El *Freigeld* es un papel moneda inconvertible que se devalúa cada semana en un 0,1%. Con esta medida, Gesell considera que los individuos ya no acumularán dinero en casa, pues este pierde su valor, sino que lo gastarán tan rápido como sea posible, de manera que se prevendrán las crisis. De esta manera, el organismo emisor del gobierno podría estabilizar fácilmente el nivel de precios (2003, p. 187).

2.4.2 La deflación y la norma de productividad

Un grupo considerable de teóricos no ve ningún problema en una deflación de precios causada por el crecimiento económico: los teóricos de la norma de productividad. Los defensores de la norma de productividad defienden que los cambios en el nivel de precios deberían tener en cuenta los cambios en la productividad[71]. Cuando la productividad disminuye, los precios deberían responder con un incremento, y cuando esta aumenta, los precios deberían disminuir consecuentemente. Uno de los primeros defensores de la norma de productividad fue Samuel Bailey (1791–1870)[72],[73]. Él afirma que los cambios en el nivel de precios que se produzcan por causas monetarias serían perjudiciales y resultarían en una redistribución injusta, mientras que las redistribuciones resultantes de un cambio en la productividad no serían injustas. Bailey se interesó principalmente por el concepto de justicia en las relaciones deudor-acreedor. Con una norma de productividad, los acreedores también participarían en un aumento de productividad.

Posteriormente, Alfred Marshall (1842–1924), Francis Edgeworth (1834–1926) y Robert Giffen (1837–1910) también adoptaron la norma de productividad y no veían ningún problema relacionado con la caída contemporánea de precios causada por el crecimiento económico.[74] Otros defensores prominentes de una norma de productividad fueron Ralph Hawtrey (1879– 1975) y Dennis Robertson (1890–1963).

---

[71] Ver Selgin (1995, p. 707).

[72] Esto implica que la norma de productividad vuelve a los tiempos de los economistas clásicos. Se menciona en este párrafo porque en la economía neoclásica, la norma de productividad todavía desempeña un papel prominente.

[73] Ver Selgin (1995, pp. 708–709).

[74] Ver Selgin (1995).

Hawtrey afirma que un índice de precios debería reflejar cambios en los costes reales de producción. De lo contrario, los precios engañarían a los empresarios y podrían causar auges económicos o depresión. Un aumento de la productividad acompañada de precios que no caigan podría resultar en un estímulo injustificado para los empresarios. Además, Hawtrey sostiene que no hay razón para que la política monetaria excluya a los receptores de una renta fija procedente de los aumentos de productividad.[75] Arthur Pigou (1877–1959)[76], de la misma forma, no considera que una deflación causada por la productividad supusiera un problema para la industria, ni tampoco ve nada injusto en la redistribución de deudores a acreedores.[77] Otros economistas a favor de una norma de productividad fueron los economistas suecos Bertil Ohlin (1899–1979), Eli Heckscher (1879–1952), Gunnar Myrdal (1898–1987) y Erik Lindahl (1891–1960); los economistas austriacos Gottfried von Haberler (1900–1995) y Friedrich A. von Hayek (1899–1992)[78]; y también los economistas estadounidenses James Laurence

---

[75] Ver Selgin (1995, pp. 714–715).

[76] Ver Selgin (1995, p. 717).

[77] Pigou desempeña otro importante papel con respecto a las teorías deflacionarias, pues el «efecto Pigou» lleva su nombre. En un artículo de 1943, «The Classical Stationary State», Pigou afirma que si cae el nivel de precios aumenta la riqueza real, definida como bonos de estado y estando la oferta monetaria dividida por el nivel de precios. Al verse con mayor poder adquisitivo («efecto riqueza»), los agentes económicos aumentarían el consumo, y ello estimularía la producción y el empleo. El efecto Pigou pretendía ser una crítica de la *Teoría General* de Keynes. A través de la deflación de precios y el «efecto riqueza», una economía se autocorregiría cuando cayera la demanda agregada.

[78] Ver la segunda edición de *Precios y Producción* (Hayek 1939, p.124). Con respecto a la evolución de Hayek sobre este asunto de defensor de una oferta monetaria constante a defensor de políticas que abogan por ajustar la oferta monetaria a los cambios en la velocidad del dinero, ver Selgin (1999).

Laughlin (1850–1933), Simon Newcomb (1835–1909), and Frank Taussig (1859–1940).[79]

Taussig, por ejemplo, afirma que el dinero que se devuelve al acreedor podría comprar más bienes y servicios que cuando se estableció el contrato. No obstante, debido al incremento de la productividad, los deudores podrían devolver unidades monetarias con mayor poder adquisitivo. Su ingreso monetario no habría cambiado. No se debería impedir a los acreedores participar en mejoras de la productividad.

Como puede apreciarse, especialmente en el siglo diecinueve e inicios del veinte, la norma de productividad tenía numerosos defensores. Sin embargo, tras la revolución keynesiana, cada vez menos economistas la defendían. En cambio, el número de economistas que apoyaban la inflación cero o la estabilidad del nivel de precios, de los que se hablará en el siguiente apartado, aumentó todavía más. Recientemente, la norma de productividad ha sido redescubierta por George Selgin (1997). En este sentido, los teóricos de la norma de productividad están íntimamente relacionados con los teóricos de la banca libre que forman parte de la escuela austriaca de economía. Esta escuela está a favor de un sistema bancario con reserva fraccionaria sin la presencia de un banco central. Los teóricos de la banca libre son, por tanto, herederos intelectuales de esta tradición. Ellos tampoco ven peligrosas las caídas en el nivel de precios causadas por el crecimiento económico y recomiendan que se

---

[79] Ver Selgin (1995). La lista aportada por Selgin debe tratarse con precaución. Es verdad que los autores mencionados anteriormente no veían problema alguno en la deflación de precios causada por el crecimiento económico. No obstante, no todos estaban explícitamente de acuerdo con el punto de vista de Selgin sobre que los cambios en la demanda de dinero deben ser contrarrestados necesariamente por políticas monetarias. Para ejemplificarlo, ver Hayek en sus primeros escritos.

contrarresten los aumentos de la demanda de dinero o los cambios en la velocidad del dinero con cambios en la oferta monetaria.

2.4.3 Deflación y estabilidad del nivel de precios

Existen muchos autores que, de manera indirecta, se oponen a la deflación de precios al abogar por una estabilización del nivel general de precios. Estos autores incluyen, entre otros, a Knut Wicksell (1851–1926), Gustav Cassel (1866–1945), Irving Fisher (1867–1947), Josiah Stamp (1880–1941), John Maynard Keynes (1883–1946) (en al menos alguna de sus disertaciones), Carl Snyder (1869–1946), George Warren, y Frank Pearson; además de economistas contemporáneos como Robert Barro, Robert Black, Kevin Dowd y Robert Hetzel.[80] Ellos afirman que la estabilidad de los precios de producción es necesaria para que se dé una estabilidad macroeconómica generalizada. De hecho, sostienen que los precios estables serían necesarios para llevar a cabo actividades económicas racionales.

Existen 5 argumentos básicos para justificar la estabilidad del nivel de precios o la inflación cero.[81] El primero es que los cambios imprevistos en el nivel de precios resultarían en una redistribución injusta de la riqueza. El segundo es que la caída de precios obstaculizaría los negocios y el espíritu empresarial y, por tanto, debería prevenirse por medio de una política monetaria expansionista. El tercero es que los «costes de menú» se dan cuando los precios han cambiado y una estabilidad del nivel de precios, como se argumenta,

---

[80] Ver Selgin (1995, p. 705). De acuerdo a Hülsmann (2006, p. 72), santo Tomás de Aquino fue el primer filósofo en propugnar un poder adquisitivo estable.
[81] Ver Selgin (1995, pp. 706–707) y Dowd (1995).

minimizaría dichos costes. El cuarto es que sería deseable una capacidad de predicción del nivel de precios. Este caso se daría en una norma de inflación cero. Un argumento similar sostiene que la incertidumbre a largo plazo se reduce estabilizando el nivel de precios. Por tanto, los agentes económicos podrían confiar más en los contratos, en términos de dinero fijo, sin tener preocuparse por cambios imprevistos en el poder adquisitivo del dinero. Por último, se expone un quinto argumento con respecto a un nivel estable de precio: el peligro de expectativas monetarias erróneas. Así, los defensores modernos de la estabilidad del precio o los inflacionistas cero han enfatizado el concepto de «ilusión monetaria». Durante una ilusión monetaria los agentes económicos confunden los cambios generales en el precio con los cambios relativos en el precio. Cuando los precios locales aumentan no tienen en cuenta el cambio que se ha producido en el nivel general del precio. A fin de evitar la ilusión monetaria los inflacionistas cero quieren evitar todo cambio en el nivel de precios.

Existen argumentos adicionales para la estabilidad del nivel de precios. El industrial y banquero Josiah Stamp (1932, p. 5) sostiene que la estabilidad del nivel de precios podría resolver los problemas sociales más acuciantes (de su tiempo). Warren y Pearson afirman que: «uno de los problemas principales en toda relación humana es el establecimiento de medidas fidedignas (1933, p. 150)». Con respecto al problema de la redistribución por los cambios de precios, estos autores llegan a afirmar que: «La solución al problema de una medida estable de valor pasa por establecer relaciones pacíficas entre los hombres (1933, pp. 151– 152)». Desde el argumento que aboga por una estabilidad del nivel de precios se deduce la necesidad de evitar la deflación de precios. Estos autores abogan por evitar también la inflación de precios. No

obstante, parece que al menos algunos ven la deflación de precios peor que la inflación de precios, de ahí la razón de que estos autores promuevan políticas de estabilidad de precios.[82] En la misma línea, Warren y Pearson sostienen que: «Cualquier porcentaje de deflación es mucho más preocupante que el mismo porcentaje de inflación (1933, p. 180)». No es sorprendente que estos autores intenten prevenir toda deflación de precios independientemente de su causa. Así, Warren y Pearson mencionan de forma explícita los supuestos efectos negativos de una deflación de precios causados por un aumento en la productividad (1933, p. 156).

Analicemos ahora más de cerca al que probablemente sea el mayor defensor de la estabilidad del nivel de precios: Irving Fisher. Él planteó, probablemente, la teoría más elaborada para lograr una estabilización del poder adquisitivo del dólar y analizó la deflación de forma vigorosa. Además, analizaremos más de cerca su teoría de la deflación. Este autor afirma que la «deflación relativa» surge cuando la circulación del dinero disminuye de manera relativa con respecto a la circulación de bienes y cuando cae el nivel de precios (1928, p. 35). La «deflación absoluta», por su parte, es una disminución per cápita del dinero en circulación (1928, p. 38). Fisher entiende el dólar como el baremo de medida del dinero que, como todo patrón, debe permanecer constante. Por tanto, considera que la inflación y la deflación son igual de perjudiciales y presenta cuatro argumentos típicos contra la deflación. Él califica la redistribución entre deudores y acreedores de injusticia social. Considera que esta redistribución es equivalente a una redistribución en la sociedad que se produzca tras el atraco a un banco. También presenta el argumento (1928, pp. 91–92) de que se produce una ilusión monetaria cuando los hombres de negocios

---

[82] Es el caso de Josiah Stamp (1932).

calculan sus beneficios en dólares constantes. Afirma, en consecuencia, que, durante una deflación, los empresarios contraerían sus negocios de forma indebida. Fisher sostiene de la misma forma que los trabajadores pierden el trabajo durante una deflación (1928, p. 97). Añade, además, que las situaciones mencionadas anteriormente, es decir, la injusticia social, los problemas para los negocios y el desempleo provocarían descontento social con efectos negativos en la producción económica materializados en huelgas, sabotajes, revueltas, violencia e incluso bolcheviquismo (1928, p. 98, 103).

En su *Teoría de la Deuda-Deflación en las Grandes Depresiones* [1933] y *100% Money* ([1935] 1945), Irving Fisher nos presenta su famosa teoría de la deuda-deflación. Afirma que una euforia producida por el surgimiento de nuevas oportunidades con la previsión de beneficios sustanciales, por ejemplo, inducidos por el desarrollo de nuevas tecnologías, produce un sobreendeudamiento. Este sobreendeudamiento tiende a resultar en una liquidación que alarmará a los deudores, a los acreedores o a ambos. Se producirán nueve consecuencias: (1) dificultad de venta producida por la liquidación de deuda; (2) una contracción de créditos bancarios, pues se devuelven préstamos bancarios y disminuye la velocidad de circulación monetaria; (3) una caída general del nivel de precios causada por la dificultad de venta y la contracción de créditos bancarios; (4) bancarrotas y otra caída en el valor neto de las empresas; (5) la disminución de beneficios; (6) como consecuencia, una reducción en la producción y el comercio y aumento del desempleo; (7) pesimismo y falta de confianza; (8) posterior atesoramiento y una nueva reducción de la velocidad de circulación monetaria; (9) perturbaciones de los tipos de interés, a saber, la caída de los tipos de interés nominal y el incremento de los tipos de interés real (Fisher 1945, pp. 122–123; 1933, p. 1). En el proceso acumulativo a la baja, las deudas y la deflación se agravan mutuamente. La liquidación de deudas empeorará la

deflación de precios y la deflación de precios dificultará la devolución de deudas ya que el poder adquisitivo de los dólares aumentará todavía más. La liquidación se retroalimenta. Por tanto, el precursor de los teóricos de la estabilidad de precios, Irving Fisher, nos proporciona una retahíla de argumentos contra la deflación de precios y desarrolla su influyente teoría de la deuda-deflación. No es sorprendente que Fisher tuviera grandes intereses personales en la inflación monetaria.[83] Durante la Gran Depresión, abogó por la inflación no solo para volver a inflar los precios de las acciones, sino también para poder pagar sus deudas y salvar la fortuna familiar de su mujer, que estaba invertida casi en su totalidad en la principal compañía estadounidense Allied Chemical. Una deflación de deuda le habría arruinado.

Ciertos teóricos del desequilibrio monetario como Leland B. Yeager (1986) exponen un planteamiento similar[84]. Según Yeager, se produce un desequilibrio monetario cuando hay una escasez o superávit de dinero en algún nivel dado de precios, el cual se considera rígido (1986, p. 370).

De ahí que, de nuevo, nos encontremos con el clásico argumento de la rigidez de precios. Yeager escribe que, durante un desequilibrio monetario, los precios cambiarán y que «[E]stos precios *tienden* a corregir o paliar el desequilibrio monetario, pero no lo hacen ni pueden hacerlo enteramente ni de forma inmediata para absorber el impacto total de un

---

[83] Ver Rothbard (2002, pp. 453–456).

[84] Otro caso es el de Clark Warburton. Ver Cargill (1979, pp. 439–440). Warburton afirma que los precios son rígidos a corto plazo, especialmente los salarios. Una disminución en la oferta monetaria o un fracaso en el intento de reducir la velocidad de circulación de la oferta monetaria significa una reducción del gasto. Debido a los salarios rígidos, esto resulta en una disminución de los beneficios de las empresas y, por tanto, en una nueva caída del gasto total.

cambio monetario y de esta manera evitar los cambios en la cantidad» (1986, p. 373).

Yeager expone tres razones por las que los precios no cambian de manera inmediata: la primera es que existen contratos monetarios fijos, como salarios y contratos de deuda, que no pueden modificarse fácilmente. La segunda es que existen «costes menú» que se corresponden a la contabilización y negociación de los nuevos precios monetarios, lo que hace que los precios sean rígidos a corto plazo. La tercera es que los vendedores pueden ser reluctantes a reducir (o cambiar) sus precios y no entienden tan fácilmente por qué deberían aceptar precios más bajos. Yeager califica esta decisión de tomar la iniciativa durante un ajuste de precios a la baja como un bien público. Es posible que los vendedores, incluso, sean conscientes de un desequilibrio monetario, por ejemplo, una escasez de dinero, y de que los precios deben caer para corregirlo. No obstante, ningún vendedor quiere ser el primero en rebajar el precio de su propio producto, más bien, prefiere esperar a que los otros bajen sus precios primero.

Como consecuencia, Yeager sostiene que se podrían reducir o eludir las alteraciones macroeconómicas evitando estos desequilibrios monetarios y ajustes en el nivel general de precios. Así, afirma que la reserva nominal de dinero debe manipularse de forma que el nivel general de precios permanezca constante.

2.4.4 La percepción de Keynes sobre la deflación

Las teorías modernas de la deflación comienzan con John Maynard Keynes (1883–1946), quien, en realidad, no introdujo muchos argumentos nuevos contra la misma. Más bien, recogió los clásicos, los combinó y desarrolló una línea de pensamiento a la que, más tarde, se conocería como el

argumento de la trampa de liquidez.[85] De la misma forma, analizaré en detalle sus influyentes teorías con respecto a la deflación y consideraré más tarde la obra de su adversario, el influyente economista Milton Friedman (1912–2006).

Desde el inicio de su carrera, comenzando con su *Breve tratado sobre la reforma monetaria* (1923), Keynes le tenía fobia a la deflación. Podemos encontrar en su obra casi todos los argumentos sustanciales contra la deflación. En primer lugar, considera la deflación de precios como un fenómeno que resulta en una redistribución injusta que perjudicaría a los prestatarios ([1923] 2000, p. 39). Keynes ve de forma clara que esta redistribución se produciría durante una deflación de precios, ya que una deflación de precios, sostiene, siempre «implica una transferencia de la riqueza del resto de la comunidad a la clase *rentista*… En particular, implica una transferencia por parte de todos los prestatarios, es decir, de comerciantes, fabricantes y granjeros a prestamistas; de los activos a los inactivos».[86] Parece implicar que la función económica del préstamo sería menos «activa» o productiva que la producción o comercialización de otros bienes además de las futuras unidades monetarias. Es interesante que, en el contexto de la redistribución, Keynes explique el hecho de que hayamos tenido, históricamente hablando, más períodos de inflación de precios que de deflación de precios ([1923] 2000, p. 9) debido a la «la falta de recursos de los gobiernos y la influencia política superior de la clase deudora». Desde la perspectiva de los grupos de interés, por tanto, está claro para Keynes por qué el mundo ha experimentado la inflación de precios. Ni un gobierno fuertemente endeudado ni la clase

---

[85] El concepto de trampa de liquidez se formalizó en el artículo clásico de Hick «Mr. Keynes and the 'Classics:' A Suggested Interpretatio». No obstante, fue Dennis Robertson quien acuñó este término por primera vez, si bien en un contexto distinto. Ver Boianovsky (2004, p. 92).

[86] (Keynes [1923] 2000, p. 143); Original en cursiva.

deudora influyente, constituida por grandes negocios, tienen interés en que se produzca una deflación de precios.

En segundo lugar, él ([1923] 2000, p. 144) afirma que todo el mundo tratará de posponer sus gastos. En tercer lugar, nos encontramos con el argumento de los precios rígidos cuando afirma que surgirán altercados en el momento en el que los acuerdos empresariales y sociales eviten que los precios caigan lo suficientemente rápido ([1923] 2000, pp. 161–162). En *Teoría General*, sostiene que los salarios son rígidos ([1936] 1964, pp. 232–233).

En cuarto lugar, afirma que la deflación «significa empobrecimiento [sic] para el trabajo y la empresa, pues lleva a los *empresarios* a restringir su producción en su esfuerzo por evitar pérdidas y es, por tanto, desastroso para el empleo».[87] Keynes declara que la previsión de una deflación de precios obstaculiza la producción por dos razones. La primera, incrementa el tipo de interés real. El coste real de préstamo o carga real de la deuda aumenta ya que el dinero que ha de devolverse tiene un poder adquisitivo mayor. La segunda, debido a que la producción lleva tiempo y los precios siguen cayendo, se producirán pérdidas en los negocios, pues estos continuarán pagando por sus factores de producción a precios todavía elevados y rígidos y venderán a precios nuevos más bajos. Por tanto, cuando se espera o anticipa deflación, se inhibe la producción ([1923] 2000, pp. 32–37, 144). La percepción de Keynes contrasta con la de otros autores en tanto que estos ven la deflación anticipada como menos perjudicial de lo que él considera.

Tampoco se pasa por alto el argumento con respecto al malestar social. En quinto lugar, Keynes afirma que la deflación resulta en malestar social[88]. En 1931, Keynes

---

[87] (Keynes [1923] 2000, p. 39); Original en cursiva.
[88] Ver Keynes ([1923] (2000, p. 143); Ver también Keynes ([1925] 1963, p. 247).

presenta un sexto argumento, por medio del cual identifica otra consecuencia de la deflación de precios, que hoy en día se usa a menudo como argumento en su contra, a saber, que «amenaza la solidez de toda la estructura financiera» (1931, p. 176).

También se debería señalar que Keynes ve la deflación de precios como más perjudicial que la inflación de precios, «porque es peor, en un mundo empobrecido, causar desempleo que decepcionar al *rentista*»[89].

En 1930, Keynes continúa su disertación contra la deflación en *Tratado sobre el dinero* y repite que la deflación de precios sería más perjudicial que la inflación de precios:

> Debido a que ni los banqueros ni los economistas han tenido claro el carácter del proceso causal a través del cual una reducción de la cantidad de dinero resulta eventualmente en un nuevo equilibrio dado en un menor nivel de precio y de ganancias de dinero, han sido propensos a tomarse demasiado a la ligera una posible deflación (1971, p. 244).

Concluye su análisis diciendo: «Dudo, por tanto, acerca de si tienen razón aquellos que creen que un período de deflación es, generalmente, menos perjudicial que un período de inflación» (1971, p. 245). Keynes sostiene que, si cae la oferta monetaria o la velocidad de circulación, las inversiones caen por debajo de los ahorros. Se producen pérdidas imprevistas, lo que induce a los empresarios a reducir su gasto en los factores de producción. Al gastar menos, los propietarios de estos factores reducirán aún más sus beneficios o aumentarán las pérdidas. Los precios continuarán cayendo y el proceso a la baja terminará cuando las inversiones estén finalmente a la par con los ahorros (1971, pp. 241–245).

---

[89] Ver Keynes ([1923] 2000, p. 40); Original en cursiva. Ver también p. 4

Influido por los acontecimientos de la Gran Depresión, Keynes prosigue su línea anti-deflación en 1936 con la publicación de la *Teoría General.*[90] Sus recomendaciones para superar la Gran Depresión son claramente anti-deflacionarias tal y como se revela en su apoyo a una ampliación de la oferta monetaria y a la participación en la política fiscal expansionista.[91] En la *Teoría General*, Keynes sostiene que, en caso de crecimiento económico, existen dos opciones: o se permite que caigan los precios mientras se mantienen estables los salarios, o se permite que aumenten los salarios mientras se mantienen estables los precios. Él afirma que la segunda opción tendría la ventaja de evitar el desempleo, reducir la carga de deuda, y proporcionar motivación psicológica que surgiría, probablemente, por el aumento de los salarios nominales.

Como séptimo argumento contra la deflación, que podemos encontrar en la *Teoría General,* Keynes recupera las teorías mercantilistas de atesoramiento, en especial, aquellas que consideraban que el atesoramiento era algo que debía evitarse.[92] Keynes sostiene que, con la falta de demanda efectiva (gastos de consumo e inversión) causada por el atesoramiento, prevalecerá un equilibrio en el desempleo.[93] Cuando se producen crisis repentinas de confianza, el individuo no gastará una mayor parte de sus ingresos en inversiones o en consumo, sino que simplemente «atesorará» el dinero. En otras palabras, aumenta la «propensión a atesorar» o la preferencia de liquidez.[94] Esto, por medio del

---

[90] Keynes ([1936] 1964, p. 271, 291).
[91] Ver Skidelsky (2002, p. 99).
[92] Ver Keynes (1964, pp. 344–345).
[93] Ver Keynes (1964, p. 30).
[94] Ver Keynes (1964, p. 207). Posteriormente, esté concepto se tornó mundialmente conocido o descrito como la trampa de liquidez. Para

multiplicador, tendría «repercusiones desastrosas, acumulativas y de gran alcance (Keynes 1964, p. 161)». Por tanto, Keynes defiende las teorías mercantilistas de anti-atesoramiento que hacen responsable de las crisis económicas a la demanda de aumentos de saldo de tesorería. La política monetaria no puede estimular la economía durante las crisis deflacionarias ya que se atesora el dinero nuevo y el tipo de interés nominal es cercano al cero. Él es, por tanto, el padre del famoso argumento de la trampa de liquidez contra la deflación. En resumen, muchos de los argumentos sustanciales contra la deflación pueden verse en la producción literaria de Keynes.

2.4.5 La percepción de Friedman sobre la deflación

Antes de analizar las teorías contemporáneas de la deflación, hablaré primero sobre el influyente economista y premio Nobel Milton Friedman (1912–2006).

La percepción de Friedman sobre la deflación monetaria puede intuirse por medio de sus escritos sobre la Gran Depresión. Friedman temía la deflación monetaria, pues veía la deflación monetaria de la Gran Depresión como la principal causa de su severidad.[95] De acuerdo con Friedman, la Reserva Federal no se había esforzado lo suficiente por prevenir una reducción de la oferta monetaria, es decir, había permitido que la oferta monetaria se contrajera. La Reserva Federal permitió que se produjera una retirada masiva de depósitos bancarios y no proporcionó a los bancos una liquidez suficiente por medio de la concesión de créditos o la compra

---

Keynes, la preferencia de liquidez y la propensión a atesorar son, esencialmente, lo mismo (1964, p. 208).

[95] Ver Friedman (1968, p. 3) o Friedman and Schwartz (1971, p. 407)

en mercado abierto. Esto provocó la quiebra de los bancos y también la reducción de la oferta monetaria y ello causó problemas para otros bancos, algunos de los cuales también cayeron en bancarrota. Debido a que la oferta monetaria continuaba cayendo, los hombres de negocios no podían acceder a préstamos para invertir o caían en bancarrota al no poder renovar sus préstamos. Friedman alega que la política inactiva de la Reserva Federal hizo que la Gran Depresión fuera mucho peor de lo que habría sido. Si no, se habría producido una recesión ordinaria tras el desplome del mercado de valores. Para él, una deflación monetaria es un escenario que ha de prevenirse.

2.5 Teorías modernas de la deflación

2.5.1 La escuela de banca libre con reserva fraccionaria

La Escuela de Banca Libre con Reserva Fraccionaria, que constituye una rama de la Escuela Austriaca, propone una teoría contemporánea de deflación. Estos economistas son, básicamente, defensores modernos de la norma de productividad. Por ejemplo, George Selgin (1997) afirma que la deflación por crecimiento es algo bueno e inocuo para la economía. La deflación de precios causada por un crecimiento económico no plantearía ningún problema para la economía. No debería contrarrestarse con una política monetaria[96] cualquier cambio en el poder adquisitivo del dinero provocado por la fluctuación de bienes y no por la fluctuación de dinero. Un cambio de precios causado por cambios en la

[96] Esa es la diferencia entre la perspectiva de Selgin y la de los inflacionistas cero que abogan por reducir cualquier cambio en el nivel general de precios independientemente de su causa.

productividad aportaría información importante para los agentes económicos sobre el precio de los productos en relación con los insumos y una política monetaria contrarrestante menoscabaría la certeza de esas señales de precio (1997, p. 23). Así, escribe: «…se deberían permitir las variaciones en el nivel de precios para reflejar cambios en los costes unitarios de producción de bienes. Llamo 'norma de productividad' a un patrón de ajustes del nivel general de precios que se corresponda con dicha norma para los cambios en el nivel individual de precios (1997, p. 10)».

Mientras que los cambios en los precios causados por la productividad no deberían contrarrestarse, la deflación de precios causada por cambios en la velocidad del dinero sí debería paliarse por medio de ajustes en la cantidad de dinero. Selgin prosigue: «Bajo una norma de productividad, se prevendrían los cambios en la velocidad (al igual que bajo una inflación cero) al influir el nivel de precios a través de un ajuste compensatorio de la oferta monetaria (1997, p. 10)». Y añade que la norma de productividad «aboga por una expansión monetaria para prevenir cualquier deflación incompatible con mejoras en el factor productividad (1997, p. 59)». Esto es así porque las fluctuaciones en la demanda agregada producidas por un cambio en la velocidad del dinero podrían resultar en una concepción errónea de la política monetaria. Por ejemplo, los agentes económicos podrían confundir la caída general del nivel de precios causada por un descenso en la velocidad del dinero con una caída en la demanda real de los bienes y servicios particulares que estos proporcionan.

Otro autor que defiende esta línea de pensamiento es Steven Horwitz. Él explica de manera más detallada por qué deberían contrarrestarse con un incremento de la oferta monetaria los descensos en la velocidad del dinero o los aumentos en la demanda del mismo:

> Durante el tiempo que se necesita para que caiga el nivel de precios, las compañías se verán con acumulaciones de stock no deseadas, lo que implica que el ahorro *deseado* (poseer oro) no es igual a la inversión *deseada.* Esto implica también la garantía de incrementar la oferta monetaria a fin de igualar nuevamente el ahorro y la inversión deseadas… [H]abrá una presión a la baja en los precios y, salvo una flexibilidad perfecta de precios, se producirá una caída en la producción y el empleo. Los teóricos de la banca libre sostienen que los bancos libres responderán a este aumento de la demanda produciendo más pasivos bancarios y, por tanto, prevendrán la caída en la producción y el empleo que se producirían en caso contrario (2000, p. 227).

Horwitz, como Selgin, utiliza el argumento adicional de que existe un dilema del prisionero respecto a la cuestión de qué productor rebaja sus precios primero en el caso de un aumento de la demanda de dinero: « [D]ada la rigidez de salarios, el productor no tiene interés alguno en ser el primero en rebajar sus precios… [D]escubrir el nuevo nivel adecuado de precios es un proceso de descubrimiento mengeriano y no un cambio instantáneo(2000, p. 229)».

En resumen, los teóricos de la banca libre con reserva fraccionaria no temen una deflación por crecimiento, sino una deflación de precios causada por un incremento en la demanda de dinero, o una deflación causada por el incremento en los saldos de tesorería. Selgin acuña el término de «norma de productividad» cuando expone su recomendación política de solo contrarrestar los cambios producidos en la demanda de dinero. Los banqueros libres, así como los defensores de la norma de productividad, son, por tanto, menos escépticos con el tema de la deflación que muchos de sus colegas economistas que prefieren recomendar la prevención de cualquier tipo de deflación de precios. No obstante, salvo en caso de deflación por crecimiento, los banqueros libres recomiendan contrarrestar otras causas de deflación. La solución que proporcionan es un sistema de banca libre con reserva fraccionaria (Selgin 1997, p. 67).

2.5.2 *Teóricos de la trampa de liquidez*

En la corriente económica general, existen, básicamente, dos vertientes principales en lo que respecta a teorías contemporáneas de la deflación. La primera vertiente está constituida por economistas que, de alguna manera, están inspirados por las teorías keynesianas. Entre ellos se encuentran Ben Bernanke, Lars E.O. Svensson, Marvin Goodfriend, o Paul Krugman. Al primer grupo le preocupa que la deflación de precios haga que la economía caiga en una trampa de liquidez y se opone categóricamente a todo tipo de deflación de precios. Este grupo representa la fobia a la deflación en su forma más clara. La segunda vertiente está constituida por figuras como Claudio Borio, Andrew Filardo, Michael Bordo, John L. Lane, and Angela Redish.[97] El segundo grupo, inspirado por la Escuela de Chicago, está más orientado hacia el libre mercado. Bordo, por ejemplo, obtuvo su doctorado en la Universidad de Chicago. Este grupo distingue entre dos tipos de deflación: la deflación buena y la mala. Sus ideas se presentan brevemente en este apartado tras nuestro análisis de los teóricos de la trampa de liquidez.

A este primer grupo de teóricos le preocupa una trampa de liquidez. Para el grupo de la trampa de liquidez, la deflación «rara vez es benigna» e ,incluso cuando se produce por un shock positivo de la oferta, puede resultar en una espiral deflacionaria de precios y producción.[98] Svensson (2003, p.

---

[97] Para acceder a un libro de ensayos seleccionados incluidos en esta vertiente, véase Burdekin y Siklos (2004a). La buena deflación está causada por un colapso positivo de la oferta y la mala deflación por un colapso negativo de la demanda. En particular, ver Burdekin y Siklos (2004b) y Bordo y Redish (2004).

[98] Ver Kumar et al. (2003, p. 5 or p. 9). En la p. 12, estos autores sostienen que es posible que la disminución temporal de precios causada por un crecimiento económico no entrañe costes significativos. Esto parece

145) sostiene que no es controvertido decir que la trampa de liquidez y la deflación han de evitarse. Según este punto de vista, la demanda negativa imprevista o los colapsos de la oferta pueden causar recesión e inflación. De la misma manera, los colapsos en la demanda agregada negativa, ya fuere prevista o sustancialmente intuida, como estallidos de burbujas de precios de activos, inquietudes con respecto a políticas gubernamentales o la disipación de expectativas demasiado optimistas reducirían la inflación y la producción, así como sus respectivas previsiones (Svensson 2003, p. 146). De darse esta situación, sería necesario que un banco central disminuyera sus tipos de interés para estimular el gasto agregado. No obstante, se daría una prima negativa por deflación en los tipos de interés. Durante una deflación de precios los tipos de interés nominal son, ya de por sí, muy bajos. Disminuir lo suficiente los tipos de interés podría resultar imposible, pues los tipos de interés nominal no pueden caer por debajo de cero. El banco central, tal y como se temía, se «quedaría sin munición». Por tanto, el coste real del endeudamiento estaría a un nivel más alto del necesario para estimular la economía.

Los teóricos de la trampa de liquidez sostienen que las políticas monetarias convencionales no podrían resolver esta situación. El banco central puede comprar bonos al sector público y ampliar la oferta monetaria, pero el público se aferrará al dinero que recibe en lugar de gastarlo. Los bonos y el dinero se conciben esencialmente como sustitutos perfectos, ya que el tipo de interés nominal es cero. Por tanto, podría prolongarse la recesión y la deflación. En otras palabras, la economía estaría estancada en una trampa de liquidez. La ineficacia de la política monetaria se concibe como una

---

implicar que incluso con un colapso positivo de oferta, pueden existir costes significativos.

amenaza principal de la deflación.[99] Se ha realizado un esfuerzo intelectual considerable a fin de encontrar formas de solventar una trampa de liquidez por medio de la inflación de la oferta monetaria.[100] Estas recomendaciones implican medidas que proporcionan a los políticos más poder de gasto. Por tanto, los políticos tienen un aliciente para secundar el punto de vista de los teóricos de la trampa de liquidez y advertir del peligro de la deflación. Se les otorga una excusa para incrementar el gasto e inflar la oferta monetaria.

Además del problema de la trampa de liquidez, Svensson señala otras consecuencias negativas de una deflación prolongada como: (1) un incremento de las bancarrotas, pues las deudas reales de las compañías aumentan; (2) una inestabilidad financiera debido al deterioro en los balances comerciales de los bancos; y (3) desempleo en aquellos casos en los que los salarios nominales son rígidos a la baja.[101] Kumar et al. añaden otro argumento: la intermediación de crédito podría distorsionarse por la deflación, pues el aval pierde valor (2003, p. 5). Todo esto puede resultar en una espiral deflacionaria, ya que la disminución de los precios deriva en una expectativa de que se produzca una caída mayor de precios y una caída mayor de la demanda agregada. Por tanto, estos teóricos abogan por una tasa de inflación que cuente con un elemento amortiguador contra el peligro de la deflación de precios.[102]

---

[99] Ver Kumar et al. (2003, p. 13); Krugman (1998, p. 137).

[100] Ver Krugman (1998), Goodfriend (2000), Svensson (2003), y Leigh (2004).

[101] Svensson (2003, p. 147); Es necesario señalar que, cuando critica las consecuencias negativas de la deflación, Svensson se opone firmemente a todo tipo de deflación. Por ejemplo, un colapso positivo de la oferta o, más específicamente, un crecimiento económico continuo, podría provocar también una deflación prolongada de precios.

[102] Por ejemplo, Svensson (2000, p. 30), justifica un objetivo de inflación del 2% en lugar del 0% por los supuestos efectos negativos de la deflación de

2.5.3 *Teóricos de la deflación buena versus mala*

El segundo grupo de teóricos contemporáneos de la deflación está inspirado por la Escuela de Chicago y está más orientado hacia el libre mercado. Debido a que este grupo ve la deflación como algo bueno a veces y otras no, puede calificarse como la escuela de la deflación buena versus mala. La escuela de la deflación buena versus mala rehabilita, hasta cierto punto, la deflación. Por tanto, se argumenta que una deflación leve no tiene por qué ser siempre más perjudicial que una inflación leve (Borio y Filardo 2004, p.1). Esto constituye una valoración opuesta a la de los teóricos de la trampa de liquidez. Para los teóricos de la deflación buena versus mala, la deflación tiene, básicamente, dos causas.[103] Una causa es el crecimiento económico o el colapso positivo de la oferta agregada. Esto es, existen beneficios elevados, precios de activos y aumento de salarios reales acompañados de un sector financiero sólido. Consideran que esta deflación es una deflación buena. La otra causa es un colapso negativo de la demanda con una curva de oferta agregada que no discurre verticalmente. Debido a que estos colapsos negativos de la demanda tendrían efectos negativos sobre la producción, consideran que esta deflación es una

---

precios. Krugman (1998, p. 161), sostiene incluso que cuando una economía se encuentra en una trampa de liquidez, se estanca ahí, porque la «economía necesita inflación». Él, p.181, sugiere una tasa de inflación de precios del 4% durante 15 años para Japón.

[103] Ver Bordo et al. (2004, p. 15). Esta es la principal diferencia entre los dos grupos. El grupo de la trampa de liquidez no diferencia las causas de la deflación de precios, pero, afirma que «[L]a deflación es, en casi todos los casos, un efecto secundario del colapso de la demanda agregada, una caída del gasto tan severa que los productores deben rebajar sus precios de forma continua con el fin de encontrar compradores (Bernanke 2002, p. 2)».

deflación mala. Además, estos teóricos sostienen que la deflación solo produce consecuencias negativas cuando no está prevista.[104]

Borio y Filardo distinguen, incluso, tres tipos de deflación: «la buena, la mala y la horrible».[105] Las deflaciones buenas se deben a incrementos en la productividad. Las malas están causadas por rigideces nominales, mientras que las deflaciones horribles perturban la economía en una espiral de auto-refuerzo.

También es posible deducir, a partir de la disertación de Bordo y Filardo (2005, pp. 804–806) con respecto a la tasa de deflación óptima, que este grupo es más tolerante hacia la deflación de precios. Tras analizar el argumento de Milton Friedman para una inflación negativa óptima igual al tipo de interés real, ambos autores exponen las desventajas de la deflación, como la rigidez de los precios, la inflexibilidad del salario nominal, las pérdidas redistributivas y la estabilidad financiera. Después de reflexionar sobre los argumentos, señalan que: «En general, el tipo de inflación óptima debería ser bajo, posiblemente tan bajo como una deflación moderada (p. 806)». Por tanto, creen posible que una deflación moderada de precios fuera óptima para una economía. Este es un planteamiento con el que los teóricos de la trampa de liquidez nunca estarían de acuerdo.

---

[104] Teóricos de la expectativa racional como Sargent y Wallace (1976, p. 175) sostienen que los cambios en los precios que se hayan previsto completamente no tendrían ningún efecto sobre la actividad económica real. Esto implica que una deflación de precios completamente prevista no tendría efectos secundarios sobre la actividad económica. Las expectativas del público son «racionales» cuando se «crean utilizando datos adecuados y distribuciones de probabilidad objetiva (p. 175)». A día de hoy, todavía se mantiene la opinión extendida de que una deflación prevista sería «neutral» para el progreso económico.

[105] Ver Bordo and Filardo (2004, p. 7); y (2005, p. 1).

2.6 Conclusión

Las teorías de la deflación surgieron durante períodos en los que se había producido una deflación de precios. Los primeros análisis de la deflación comienzan con la experiencia sueca en el siglo dieciocho. Otra retahíla de análisis prosigue durante la suspensión del pago en especies en Gran Bretaña desde 1797 hasta la década de 1830. Posteriormente, se analiza de nuevo el tema[106] durante las deflaciones de precios de la segunda mitad del siglo diecinueve. Tras la Primera Guerra Mundial, se impulsa de nuevo el debate en Suecia y Gran Bretaña, después de que ambos países impulsaran políticas monetarias deflacionarias. Más tarde, durante la Gran Depresión, se alcanza un nuevo clímax anti-deflacionario cuando Keynes publica su disertación contra la deflación. Tras la Segunda Guerra Mundial, la inflación de precios se convierte en un problema acuciante a ojos de los teóricos económicos que no veían la deflación como algo que mereciera estudiarse en profundidad. Esto ha cambiado recientemente con la deflación de precios en Japón y ante el temor de que pudiera ocurrir una deflación de precios en Europa y los Estados Unidos. Debido a ello, han surgido de nuevo documentos y artículos que tratan el tema de la deflación.

Estas teorías se desarrollaban, a menudo, durante períodos deflacionarios y trataban sobre los problemas de los individuos que experimentaron pérdidas durante esos períodos. De hecho, las teorías de la deflación se inspiraban a veces en grupos de interés que habían sufrido pérdidas durante las deflaciones de precios. Y, en algunos casos, los teóricos estaban relacionados con esos grupos de

[106] Ver Apar. 5.1.7

interés o tenían intereses personales en la inflación. De hecho, las teorías negativas de la deflación prosperaron cuando ciertos sectores de la sociedad deseaban más fervientemente una inflación monetaria. Naturalmente, las empresas fuertemente endeudadas, los bancos y los gobiernos temían una deflación de precios. Con anterioridad al siglo veinte, algunos de los economistas anti-deflación estaban relacionados con grupos de interés y con la clase económica dirigente. En el siglo veinte, el estado se reveló como el mayor deudor de la economía y la mayoría de economistas profesionales han sido y son funcionarios públicos o están de alguna manera vinculados al estado. Además, la mayoría de economistas monetarios trabajan para las autoridades monetarias, bancos centrales o bancos que, obviamente, temen una deflación de precios. De la misma forma, muchos doctores universitarios que tratan la economía monetaria reciben parte de sus ingresos de investigaciones que realizan en nombre de las autoridades monetarias. Si se tienen en cuenta estos intereses económicos, no supone sorpresa alguna la perspectiva negativa que prevalece sobre la deflación.

También se observa una tendencia a considerar la deflación de manera más positiva en el pasado con respecto a su percepción hoy día.[107] O, en otras palabras, el análisis de la deflación por parte de los economistas se ha tornado más negativa, si bien en los últimos años ha mejorado ligeramente con las publicaciones de los teóricos de la deflación buena versus mala. Una de las razones de esta negatividad es, probablemente, que, hasta el siglo veinte, la deflación de precios causada por el crecimiento económico era habitual. Este tipo de deflación se apreciaba

---

[107] Ver también Bordo and Filardo (2005, p. 811).

sobremanera y todo el mundo podía verla. En este contexto, hubiera sido más difícil afirmar que la deflación sería perjudicial. No obstante, en nuestro mundo de inflación continua de precios, los análisis de la deflación se han tornado más negativos.

También sería posible agrupar a los teóricos modernos de acuerdo a su fobia a la deflación en lugar de ordenarlos cronológicamente. Los teóricos con más fobia a la deflación, como los teóricos con tendencia keynesiana, quieren evitar todo tipo de deflación y recomiendan tasas positivas de inflación de precios. Al recomendar tasas positivas de inflación de precios, quieren asegurarse de que la tasa de inflación de precios no se acerca demasiado a cero. Ven una asimetría entre los efectos de la inflación de precios y los de la deflación de precios. Consideran la deflación de precios como algo peor que la inflación.

Les siguen los teóricos de la estabilización de precios, que también recomiendan evitar todo tipo de deflación de precios. No obstante, no tienen tanta fobia a la deflación como los keynesianos[108] y abogan por una tasa de inflación de precios de cero. Consideran tanto una inflación como una deflación de precios como algo nocivo. No existe una asimetría necesaria en su análisis de la inflación y la deflación.

Los teóricos de la deflación buena versus mala consideran buena una deflación de precios causada por el crecimiento económico y malas o incluso «horribles» otros tipos de deflación. Los teóricos de la norma de productividad mantienen una postura similar. Ellos permiten una tasa negativa de inflación de precios, es

---

108 Esos economistas consideran la estabilidad de precios como peligrosa para la política monetaria debido a la problemática de la trampa de liquidez. Abogan por una tasa positiva de inflación. Ver Goodfriend (2000, p. 1007).

decir, una deflación de precios, siempre que esta se produzca por el crecimiento económico. Recomiendan prevenir la deflación de precios si esta se debe a aumentos en la demanda de dinero. Los teóricos de la norma de productividad de la escuela de banca libre con reserva fraccionaria no temen una deflación monetaria si esta se produce en su sistema de preferencia. En realidad, recomiendan la deflación monetaria cuando cae la demanda de dinero.

El grupo más pro-deflacionario es el de los economistas austriacos de la tradición misesiana. He analizado las teorías individuales de deflación de Ludwig von Mises, Murray N. Rothbard, Friedrich A. von Hayek, Jesús Huerta de Soto, y Hans Sennholz en otro apartado (Bagus 2003). No ven problemas en una deflación de precios causada por el crecimiento económico y un aumento en la demanda de dinero. No obstante, en algunos casos, consideran que la deflación monetaria es perjudicial y quieren prevenirla en lo que a una reforma monetaria se refiere (ver Bagus 2003).

En este análisis general, no he aportado demasiadas explicaciones sobre las teorías austriacas de la deflación. Sin embargo, en el próximo apartado, desarrollaré una teoría de deflación con sus causas y consecuencias dentro de un marco teórico austriaco. Como veremos, esta teoría austriaca de la deflación contrasta de forma significativa con las teorías de la deflación presentadas en este capítulo.

La tabla 2.1 clasifica las teorías de la deflación de precios acorde a su animadversión hacia una deflación de precios.

	Temen la deflación de precios causada por el crecimiento	Temen la deflación de precios causada por un aumento en la demanda de dinero	Temen la deflación de precios causada por una contracción del crédito
Teóricos de la trampa de liquidez (Keynes, Bernanke, Krugman)	Sí	Sí	Sí
Teóricos de la estabilización del nivel de precios (Fisher, Barro)	Sí	Sí	Sí
Teóricos de la deflación buena versus mala (Borio, Filardo)	No	Sí	Sí
Teóricos de la norma de productividad, banqueros libres con reserva fraccionaria, teóricos del desequilibrio monetario (Hawtrey, Pigou, Selgin, Yeager)	No	No	No, si se produce en un sistema de banca libre con reserva fraccionaria
Mises	No	No	Sí (en algunos de sus escritos)
Austriacos 100% afines a la reserva (Salerno, Hülsmann, Rothbard)	No	No	No

Tabla 2.1 Comparación de teorías deflacionarias

Capítulo 3
Causas de la deflación

3.1 Deflación por crecimiento

3.1.1 Crecimiento económico y precios

Una causa posible de la deflación de precios es el crecimiento económico. Una deflación por crecimiento es una deflación de precios causada por una economía en crecimiento.[109] Una economía en crecimiento es una economía en la que la cantidad de bienes y servicios que se producen aumenta con el tiempo.[110] Este crecimiento, es decir, la producción de

---

[109] Con respecto a la deflación por crecimiento, ver, por ejemplo, Salerno (2003, pp. 83–84), Hülsmann (2003a, pp. 51–52), o Thornton (2003, p. 6).

[110] Esta es una definición muy vaga y contiene, al menos, dos objeciones. La primera es que, desde la perspectiva subjetiva de los individuos, la cantidad de producción no es importante. Para ellos es importante, más bien, que los bienes y servicios que se producen satisfagan adecuadamente sus necesidades subjetivas. La segunda es que no hay forma de calcular este crecimiento material ya que no es posible agrupar objetos físicos distintos. Por ejemplo, en una economía moderna se produce una mayor cantidad de un bien X y solo un bien Y en una cantidad menor. Por tanto, ¿Cuál es el crecimiento económico? ¿Puede siquiera afirmarse que existe un crecimiento? Sin embargo, no es necesario medir el crecimiento y resulta útil hablar de crecimiento económico cuando aumenta la mayoría de bienes y servicios. La razón por la que esta definición es útil es que el crecimiento económico puede resultar en una caída general de precios, es decir, una deflación de precios y esto nos ayuda a explicar este fenómeno.

bienes y servicios adicionales, resulta en precios monetarios más bajos de lo que habrían sido si no se hubieran producido dichos bienes y servicios.

En teoría, todos los bienes y servicios adicionales podrían intercambiarse por medio de algún tipo de trueque.[111] Sin embargo, los productores tienen a producir bienes y servicios para adquirir dinero, que constituye el bien más comercializable. Posteriormente, pueden intercambiar el dinero por los bienes y servicios que más deseen de manera rápida y eficiente. En otras palabras, los productores no producen bienes y servicios para utilizarlos o intercambiarlos. Más bien, producen con el fin de adquirir dinero para aquellas situaciones en las que sería demasiado caro o incluso, imposible, realizar trueques.

En una economía en crecimiento, la utilidad marginal de bienes y servicios producidos por los agentes de producción será menor que en caso de no haber crecimiento. Los productores, al haber incrementado su producción, están dispuestos a aceptar precios monetarios más bajos que en el caso de no haberlo hecho. En otras palabras, cae su precio mínimo de venta. Por tanto, nos encontramos con una situación en la que los productores que experimentan una caída en la utilidad marginal de sus productos están dispuestos a aceptar precios monetarios más bajos de lo que habrían sido de no haberse producido crecimiento. No obstante, el precio mínimo de venta rara vez es relevante para el precio de mercado cuando se produce una producción sustancial. Más bien, es el consumidor marginal el que determina el precio del producto. A medida que aumenta la producción, deben encontrarse nuevos consumidores

---

[111] Anderson señala que, a menudo, se subestima la extensión del trueque o crédito en una sociedad moderna [1917] 2000, pp. 173–178.

marginales para vender esta producción adicional. Estos consumidores tan solo comprarán el producto si su precio es más bajo de lo que era antes. Los productores ven venir estas caídas de precios y prevén vender más, aunque ello pueda implicar bajar los precios, con la intención de que la mayor cantidad que vendan lo compense. Así pues, los productores tienen por objetivo producir y vender más que sus competidores a precios más bajos a fin de incrementar los beneficios.[112]

Un aumento en la producción no se da solo cuando los productores existentes aumentan su producción. También pueden aparecer nuevos productores que compitan por la cuota de mercado. Todos esos productores de bienes y servicios compiten entre ellos para adquirir dinero. En una economía en crecimiento, los potenciales compradores de dinero poseen, y pueden ofrecer, más bienes y servicios para conseguir dinero de los que tendrían si la economía no hubiera experimentado un crecimiento. Debido a que la utilidad marginal de los bienes producidos tiende a ser bastante baja para los productores, estos empezarán a licitarse entre ellos para obtener unidades monetarias. Los productores estarán dispuestos a ofrecer más bienes y servicios de los que habrían ofrecido en caso de no darse esa situación por una cantidad dada de unidades monetarias.[113] O, dicho de otro modo, están dispuestos a vender una cantidad dada de bienes y servicios por menos dinero del que habrían obtenido en caso de que la economía no hubiera experimentado un crecimiento.[114] Se produce un aumento de

---

[112] Ver Selgin (1997, p. 31).

[113] A este respecto, ver Salerno (2003, pp. 83–84).

[114] Esto no implica que obtengan menos ingresos que antes, ya que venden más bienes a un precio más bajo. Sus ingresos pueden aumentar, reducirse, o permanecer igual.

la demanda de intercambio de dinero.[115] Esto resulta en precios monetarios más elevados, es decir, los precios monetarios de bienes y servicios son más bajos de lo que habrían sido en caso contrario. Si no se toman medidas aplicadas al mismo tiempo para contrarrestarlo, a saber, un incremento de la cantidad de dinero, la competencia de los productores para adquirir dinero implicará una caída de precios, es decir, una deflación de precios. Otra posible medida compensatoria es el aumento en el uso de instrumentos compensatorios o cámaras de compensación que reduzcan la cantidad de dinero necesaria para realizar intercambios.

Cabe destacar que no todos los precios se verán influidos al mismo tiempo en la misma proporción o, incluso, en una misma orientación. Tampoco sería necesario que todos los productores incrementaran su producción para que se diera una deflación de precios. Aunque solo fueran unos pocos productores los que aumentaran su producción, los precios de los otros productores se seguirían viendo influidos. En los casos en los que aumenta la producción de un bien particular y cae el precio de este bien, la caída de este precio puede significar una reducción de costes para las empresas que utilizan este producto. Al caer los costes, aumenta el margen de beneficio de aquellas líneas de producción que utilizan este bien. Por tanto, los empresarios aumentarán la producción en esas líneas para aprovechar el mayor margen de beneficio que este aumento conlleva. A medida que aumente la producción

[115] Rothbard distingue 3 tipos de demanda de dinero: la demanda de intercambio de dinero, es decir, la demanda de dinero de los vendedores que quieren comprar otros bienes con él; la demanda de reserva de dinero, es decir, la demanda de dinero por parte de los participantes en el mercado que ya poseen dinero (la demanda de dinero de todo el mundo tras haber recibido ingresos); y la demanda de dinero para usos no monetarios. Ver Rothbard (2001, pp. 662, 665).

en estas cadenas, los precios de sus productos serán más bajos que de no darse este crecimiento. No obstante, se debe restringir, por supuesto, la producción en otras líneas de producción para hacer este aumento posible. Al restringir la producción de las mismas, los precios serán más elevados que de no haber restricción. De este modo, el aumento inicial de la producción se extiende por la economía conforme pasa el tiempo y altera los precios relativos.

3.1.2 Razones del crecimiento económico

Tras analizar el efecto que tiene el crecimiento económico sobre los precios, es necesario explicar por qué se produce dicho crecimiento económico. ¿Cómo es posible que aumente la cantidad de bienes y servicios que se producen? La única causa que, en última instancia, hace posible el crecimiento económico son los seres humanos. El ingenio y creatividad de cada empresario para crear, por sí mismo, oportunidades de beneficio y tratar de aprovechar esas oportunidades hace posible la producción de más y nuevos bienes. En definitiva, la función empresarial es el origen del crecimiento económico. Todos los obstáculos que se interponen a esta función inhiben el crecimiento económico y, por consiguiente, la eliminación de estos obstáculos estimula el crecimiento económico. Existen tres vías principales por las que la función empresarial puede producir crecimiento económico: (1) innovaciones; (2) un aumento de la división del trabajo o un aumento de la población; y (3) ahorros y acumulación del capital.[116] Hablaré sobre todas ellas, comenzando con el papel de las innovaciones.

---

[116] Mises (1998, pp. 512–513) menciona otras razones. La reducción de los problemas institucionales (crimen, guerras, sabotaje) y la mejora de las condiciones naturales también permiten un crecimiento. No obstante,

3.1.2.1 Innovaciones

Una razón del incremento en la producción de bienes y servicios, es decir, una economía en crecimiento, es la implementación de innovaciones. Una innovación es un nuevo método, objeto, o técnica fruto de la creatividad innata del individuo en cuestión. Al introducir una innovación, los productores emprenden nuevos procesos de producción. Un ejemplo de innovación sería aquella que permita acortar el proceso productivo.

A menudo, es necesario algún tipo de ahorro para que se realice la investigación necesaria para innovar. Los ahorros pueden consistir en invertir capital para llevar a cabo una investigación, como la construcción de un laboratorio y la financiación de científicos. No obstante, no siempre es necesario tener ahorros para innovar. Por ejemplo, un empresario podría tener una idea repentina que sirviera para hacer más eficiente la producción.

En algunos casos, el uso de innovaciones requiere un aumento del ahorro neto. También pueden utilizarse otras innovaciones con la misma cantidad de ahorros, y otras no requieren siquiera nuevos ahorros. Es importante destacar que, en el último caso, los ahorros no son una condición necesaria para implementar el nuevo proceso de producción. Tan solo se reorganizan los recursos de manera que pueda aumentarse la producción en el mismo o menos tiempo. Un ejemplo sería aquel en el que un empresario, tan solo

---

estas razones o bien son efectos puntuales o bien están limitadas necesariamente. Una vez acabados todos los crímenes y guerras, ya no habría un aumento en la producción. De manera similar, es posible que la mejora del clima que podría estimular la producción sea limitada. En cambio, prácticamente no existe un límite para el crecimiento causado por acumulación del capital, innovaciones y aumentos de la división del trabajo (causados por un crecimiento de la población).

reorganizando a los trabajadores u otros factores de producción que utilice, consigue una producción igual o mayor en menos tiempo del que habría necesitado sin la innovación. En este caso, no necesita ningún nuevo ahorro neto.

Además, es posible implementar algunas innovaciones con una cantidad constante de ahorros, es decir, cuando permanece constante la ratio de ahorro-consumo de los ingresos. En otras palabras, estas innovaciones requieren ahorros-es decir, una abstención de consumo-para su implementación, pero no es necesario un aumento neto de los mismos. Por ejemplo, se puede financiar una innovación con un flujo de caja retenido. O, mejor dicho, los empresarios pueden incorporar tecnología nueva a través de la amortización de fondos. Por tanto, no es una condición necesaria para el crecimiento económico que se produzca una nueva caída en la tasa de preferencia temporal o un aumento en los ahorros netos. Por ejemplo, podría ocurrir que, un laboratorio de investigación existente, financiado por operaciones existentes y no por un aumento del ahorro neto, desarrollara una innovación. Este laboratorio construye una máquina que utiliza la misma cantidad y calidad de materiales que las antiguas máquinas, pero que produce más bienes físicos en un plazo determinado de tiempo. Por tanto, se puede aumentar la producción sin aumentar necesariamente los ahorros netos. Ya que las otras máquinas quedan obsoletas, se sustituyen por nuevas y estas nuevas se financian con los grandes ahorros brutos que se habrían empleado para comprar las máquinas antiguas si no se hubiera producido la invención. Ahora se utilizan las máquinas recién desarrolladas en vez de comprar las máquinas antiguas, aumentando de esta forma la producción física sin extender la estructura de producción. Recordemos que el laboratorio formaba parte de la estructura de producción existente.

No obstante, muchas innovaciones, especialmente las nuevas tecnologías, requieren un incremento de la ratio de ahorro-consumo de ingresos para su aplicación. De hecho, muchas tecnologías no se utilizan por la falta de ahorros. Tal y como señala Mises, en los países en desarrollo, no pueden emplearse las técnicas de producción tan eficientes que se utilizan en el mundo occidental debido a una falta de ahorros y capital acumulado.[117] Por tanto, la falta de ahorros supone, a menudo, una restricción para la producción más angosta que el conocimiento tecnológico.

Un ejemplo muy importante de innovaciones que, con o sin requerir ahorros adicionales, resultan en un incremento de la producción, son aquellas que permiten un uso más productivo de los recursos naturales[118]. La innovación tecnológica podría multiplicar los tipos de recursos utilizables. La producción aumenta al incrementarse el conocimiento respectivo al uso de recursos naturales. Por ejemplo, la demanda de petróleo no era tan notable como ahora hasta que se descubrió que el petróleo podía utilizarse para poner en marcha un motor. Además, con la invención del motor aumentaron los recursos útiles para la humanidad.

En resumen, la innovación es una de las causas del aumento en la producción[119].

---

[117] Ver Mises (1998, pp. 492–494).

[118] Tal y como señala George Reisman, existe un potencial ilimitado de recursos naturales (1999, pp. 63–66), que se puede alcanzar por medio de tecnologías progresivas incorporadas a los nuevos bienes de capital.

[119] Evidentemente, no todas las innovaciones resultan en un aumento de la producción; también pueden resultar en la sustitución de bienes antiguos por nuevos, que no se habrían podido producir sin la innovación. En la mayoría de los casos la innovación resultará en productos nuevos que ahora compiten con los antiguos. Esta competencia también resulta en una tendencia a la caída de precios. La gente gasta más dinero en los nuevos productos de calidad y tienen menos dinero para gastar en los antiguos productos.

3.1.2.2 Aumento de la división del trabajo

Una segunda razón de que se produzca un crecimiento en la economía es el aumento de la división del trabajo, pues la división de trabajo hace más productiva la producción.

Hay muchas razones por las que puede aumentar la división del trabajo. La condición necesaria para que se produzca esta división es que la gente sea consciente de sus ventajas y participe en el proceso de especialización.[120] La acumulación de capital es el motivo principal por el que se producen aumentos de la división de trabajo y esto se consigue por medio de herramientas, maquinaria y fábricas.

Además, sería posible eliminar las restricciones y obstáculos a la división del trabajo, lo que permitiría que esta fuera más elevada. Algunos obstáculos evidentes son las barreras al comercio internacional y la regulación de industrias y profesiones. No obstante, también pueden darse restricciones a la división de trabajo en forma de costes de transporte o transacción. Por ejemplo, es uso generalizado de internet ha rebajado los costes de transporte tradicionales y los costes de transacción de forma considerable y ha permitido, por tanto, una mayor división del trabajo. Una innovación puede, por ende, facilitar nuevas formas de cooperación. No obstante, las innovaciones no solo pueden reducir los costes de transacción, sino también engendrar otras ideas nuevas y productos, surgiendo de esta manera posibilidades adicionales de cooperación.

Otra razón importante por la que se produce un incremento de la división del trabajo es el aumento de la

---

[120] Además de por su mayor productividad, hay otra razón que explica la división del trabajo. Esta razón tiene su origen en distintas utilidades psicológicas o desventajas de los distintos tipos de trabajo. Una persona quizás odia cazar mientras que a otra le aburre recolectar bayas. En este caso, ambas pueden beneficiarse de la división del trabajo.

población. El aumento de la población permite una división de trabajo o conocimiento más intrincada y sofisticada. En particular, hay más seres humanos disponibles para desarrollar y dividir el conocimiento necesario para participar en la producción y coordinar la sociedad. Además, el crecimiento de población por sí mismo es una razón independiente del crecimiento económico, pues la nueva población comienza a producir bienes, servicios e innovaciones.[121] A medida que sigue aumentando la población, tanto la división del conocimiento como la producción también pueden hacerlo. Jesús Huerta de Soto acuñó este proceso de expansión continua retroalimentaria de población y conocimiento como «Big Bang social».[122]

3.1.2.3 Aumento del ahorro neto

La última razón por la que se produce un crecimiento económico es un aumento de los ahorros netos.[123] ¿Por qué un aumento en los ahorros lleva a una mayor producción de

---

[121] Con respecto al crecimiento de la población y el crecimiento, ver Kuznets (1965, p. 124).

[122] Ver Huerta de Soto (2001, p. 82), pie de página 54.

[123] No es necesario que disminuyan las tasas de preferencia temporal para hacer posible un mayor ahorro neto en términos reales. La preferencia temporal se manifiesta por sí sola en la ratio de consumo de bienes. Si la economía se encuentra en una trayectoria de crecimiento, independientemente de la causa, ya sea por innovaciones, una disminución anterior de la tasa de preferencia temporal, un aumento de población, etc., entonces la producción también experimentará un crecimiento. Si la tasa social de preferencia temporal permanece constante, aumentarán los ahorros netos en términos reales y ello hará posible que se siga alargando la estructura de producción. Esto, por su parte, resultará nuevamente en una mayor producción y hará posible la obtención de ahorros netos más elevados, y así sucesivamente.

bienes y servicios? Cuando hay ahorros, debe restringirse el consumo. Los individuos solo están dispuestos a restringir el consumo si pueden obtener en el futuro un valor mayor de los recursos que tienen actualmente a su disposición. Se ahorra para consumir más en el futuro. Esto está implícito en el concepto universal de preferencia temporal que afirma que queremos alcanzar nuestros fines más pronto que tarde.[124] Es el tiempo el que nos separa de nuestros fines, lo que significa que, si ahorramos tiempo en alcanzar un fin, disponemos de más tiempo para alcanzar otros fines. Esto significa que un productor intenta producir una cantidad dada a costes monetarios dados en el menor tiempo posible.

Los ahorros pueden aumentar, lo que resultaría en un aumento variado de las inversiones. Un individuo puede abstenerse de consumir y ahorrar el dinero. De esta manera, deja más bienes de consumo disponibles para las inversiones. Dicho de otro modo, esos bienes de consumo pueden utilizarse como apoyo para los trabajadores en los procesos de producción hasta que hayan terminado de producirse otros bienes de consumo[125]. Otra forma de aumentar los ahorros es cambiar la demanda de un individuo. Éste demanda menos bienes de consumo para invertir en fases de producción superiores. En lugar de bienes de consumo, el individuo demanda factores de producción para el proyecto de inversión. En este caso, los factores de producción se destinarán a la inversión en fases de producción superiores en lugar de a la producción de bienes de consumo.

Por tanto, un aumento de los ahorros netos implica un aumento de posibles inversiones netas. Se utilizarán

---

[124] Con respecto al concepto de preferencia temporal, ver Huerta de Soto (2006a, pp. 270–272) o Mises (1998, pp. 480–485).

[125] Para la teoría del fondo de subsistencia consultar, por ejemplo, obras del economista austriaco Richard von Strigl (1934).

primero aquellos procesos que, se sabe, son los más cortos, los más productivos en términos de valor y los menos arriesgados. Como resultado, se utilizará el aumento de las inversiones para distintos tipos de procesos. Los fondos de inversión pueden utilizarse para financiar proyectos que parecían demasiado arriesgados cuando no se contaba con ahorros adicionales. O pueden utilizarse parar financiar proyectos adicionales de igual calibre que los existentes, ampliando, de esta manera, la estructura de la producción. También, pueden financiar proyectos cuya finalización lleva más tiempo que la de los existentes, prolongando así la estructura de la producción. Por tanto, el aumento de los ahorros y la inversión hacen que los procesos productivos tengan una mayor intensidad de capital.[126]

Debido a la preferencia temporal, estos procesos no solo llevan más tiempo, sino que también son, o, al menos se espera que sean, más productivos (en el sentido de producir más bienes que antes o producir nuevos bienes cuya elaboración no habría sido posible sin prolongar el proceso de producción).[127] Esto es así porque si los procesos de desvíos de producción no fueran más productivos que los procesos de producción de menor lapso de tiempo, se escogerían, debido a la preferencia temporal, los procesos más cortos. Por tanto, la estructura de producción de la economía ha intensificado, por medio de ahorros adicionales e inversiones, su capital y ha aumentado la

---

[126] Ver Rothbard (2001, pp. 486–491) con respecto a la acumulación de capital y a la longitud de la estructura de producción.

[127] Es concebible que, por acumulación de capital, solo se produzcan mejores bienes en lugar de más cantidad de bienes. En este caso también puede producirse una deflación de precios. Los bienes de mayor calidad sustituyen a los de menor calidad, cuyos precios caen. Este caso también podría producirse con las otras causas del crecimiento.

producción en términos reales.[128] La tasa de preferencia temporal no tiene que experimentar necesariamente una caída constante para que se dé un aumento de los ahorros netos o de las inversiones netas positivas.[129] Cuando la economía se encuentra en crecimiento, ya sea por una caída de la tasa de preferencia temporal y un aumento de ahorros netos o por un aumento de la división de trabajo o innovación, se producen más bienes o bienes de mayor calidad. Se dispondrá de más bienes o bienes de mayor calidad para gastar en el consumo o las inversiones. Cuando se mantiene constante la ratio entre el gasto de bienes para consumo y las inversiones, el hecho de invertir más constituye una decisión empresarial deliberada. Entonces se dará un aumento de la inversión neta que permitirá alargar la estructura de la producción y un mayor crecimiento económico[130].

3.1.3 Interrelación entre las causas del crecimiento económico

Ahora que he explicado las posibles causas de la deflación por crecimiento, debo añadir, que las tres razones del crecimiento económico mencionadas anteriormente están interconectadas

---

[128] Nótese que estos procesos de producción más largos podrían requerir la explotación y el uso de nuevos recursos naturales. Esto significa que un aumento de los recursos naturales, por sí mismo, no es una razón de crecimiento. Más bien, una causa del crecimiento económico es el aumento de ahorros, que hace posible el acceso a los mismos recursos naturales y a los que no se habían utilizado hasta la fecha.

[129] Salerno afirma esto (2001); parece insinuar que es la preferencia temporal y no la proporción entre consumo e inversión la que determina directamente la cantidad absoluta de ahorros.

[130] Roger Garrison (2001, p. 55) califica este fenómeno de «crecimiento secular».

y se influyen entre sí. El aumento del ahorro y la acumulación de capital permiten la aplicación de innovaciones. La producción a gran escala se hace posible gracias a la acumulación de capital y resulta en el aumento de la división del trabajo y la implementación de herramientas y maquinaria sofisticadas.[131] Los ahorros permiten que los trabajadores estén mejor formados y cualificados,[132] lo que también permite una división del trabajo o del conocimiento más sofisticada. A medida que aumenta la división de conocimiento y se hace más sofisticada, aumentan las probabilidades de que también se incremente el número de innovaciones. Por tanto, estos tres procesos a menudo se refuerzan y sostienen entre sí.

Como estos efectos se refuerzan entre sí, el proceso de crecimiento económico también entraña un efecto acumulativo. Otro de los factores que participan en este efecto acumulativo es la difusión de la innovación. Cuando se produce un crecimiento económico, los precios de algunos factores de producción tienden a caer y ello estimula de nuevo la producción. Por ejemplo, debido al aumento de su producción, el precio de los microchips ha caído de manera constante durante las últimas décadas. Y es esta caída en su precio la que ha hecho que los microchips se estén utilizando tanto en procesos de producción nuevos como existentes. Sin nuevos ahorros netos, el capital social se torna más eficiente. Este uso extendido de microchips no solo sirve de base para nuevas innovaciones y para una mayor división de conocimiento, sino que también tiene otro efecto. A medida que la producción en esas líneas que utilizan microchips se vuelve más eficiente, caen los precios de sus productos particulares. Así, los precios más bajos de estos productos

---

[131] Ver Reisman (1999, pp. 127, 141).

[132] Esto se conoce, en ocasiones, como incremento del capital humano.

permiten el uso de los mismos en otras líneas de producción, incluidas las de producción de microchips. Como resultado, la producción en estas otras líneas se vuelve más eficiente y resulta en una bajada de precios. Esto permite una mayor utilización, una producción más eficiente, etc. Así pues, el crecimiento económico es un proceso acumulativo y de auto-refuerzo.

3.2 Deflación por incremento en los saldos de tesorería

Una vez analizada la deflación por crecimiento y sus posibles causas, procederé a hablar ahora sobre otro tipo de deflación, en concreto, la deflación por incremento en los saldos de tesorería. Analizaré las posibles causas de una deflación por incremento en los saldos de tesorería y expondré sus consecuencias para la estructura de producción.

3.2.1 Incremento en los saldos de tesorería y precios

Durante una deflación por incremento en los saldos de tesorería aumenta la demanda de dinero. Cualquier aumento en la demanda de dinero resulta en un mayor poder adquisitivo del dinero del que habría tenido en caso contrario. Por tanto, si no se aplican medidas compensatorias sobre el poder adquisitivo del dinero, el aumento de la demanda de dinero causará una deflación de precios. A continuación, procederé a analizar las razones y efectos de los cambios en la demanda de dinero. Debo aclarar, desde el principio, que, a la hora de analizar la demanda de dinero, solo tendremos en cuenta los elementos y efectos de la parte monetaria y no los de la parte de los bienes. Con respecto a la parte de los bienes, es el cambio en la producción de bienes el que provoca alteraciones en la demanda de dinero. Es un tipo distinto de

demanda real de dinero. De hecho, un aumento de la producción también puede resultar en una deflación de precios, tal y como se ha explicado en el apartado anterior.

3.2.2 Tipos de demanda de dinero

La demanda de todo lo relacionado con el dinero puede clasificarse en demanda industrial, demanda como medio de cambio.[133] demanda de acumulación de riqueza y demanda especulativa.[134] Un economista novato no puede detectar estos elementos subjetivos. No obstante, más tarde podremos revelar el motivo de ello. Por ejemplo, si una persona aumenta su demanda monetaria y después utiliza el dinero para fabricar un objeto, la demanda de dinero se manifiesta como una demanda industrial de dinero en el momento en el que se detecte el fin para el que se ha utilizado. Sin embargo, si alguien aumenta su saldo de tesorería, es imposible que otra persona discierna el motivo de este hecho por sí solo, es decir, si este aumento se ha producido por un aumento de la demanda de intercambio, de la demanda industrial, de la demanda de acumulación de riqueza o de la demanda especulativa. En el próximo apartado, hablaré sobre las cuatro razones de la demanda de dinero.

---

133 Un medio de intercambio es un bien que se solicita para intercambiarlo de nuevo por otros bienes de consumo o producción.
134 También hay una ligera demanda de dinero como bien de consumo. Una persona a la que le causa satisfacción poner un billete o moneda en un marco y mirar o tocar esa unidad monetaria particular, demanda esa unidad como bien de consumo. No obstante, este tipo de demanda de dinero es, generalmente, poco común. Por tanto, no la analizaré en mayor detalle.

3.2.2.1 Demanda industrial de dinero

Los individuos que solicitan dinero con fines industriales, o bien lo quieren para fines productivos o bien desean utilizarlo de manera distinta al procedimiento estandarizado de intercambio (moneda de oro, billetes en patrón fiduciario, etc.) En el caso del dinero fiduciario, la demanda no suele ser relevante.[135] En el caso del dinero mercancía, la demanda industrial puede ser importante y resultar en una deflación de precios o en un aumento del poder del dinero. Por ejemplo, en una economía en la que se utiliza el oro como dinero, las valoraciones subjetivas de las personas podrían cambiar de manera que valoraran más que antes las joyas de oro con respecto a otros bienes. O tal vez quisieran usarlo para un nuevo tratamiento médico. Como consecuencia, aumenta la demanda de dinero. De este modo, el precio del dinero, así como su poder adquisitivo, será más elevado que en el caso de no haberse producido este aumento en la demanda industrial del oro. No analizaremos en mayor profundidad esta causa de deflación de precios pues, actualmente, en un mundo de intercambio de dinero fiduciario, supone tan solo una posibilidad muy remota.

No obstante, durante una hiperinflación, cuando el dinero deja de ser un medio de intercambio, la demanda industrial

---

[135] En un sistema monetario fiduciario con fichas, es posible que estas fichas alcancen un valor industrial mayor que su valor nominal debido a la inflación de divisa. Por ejemplo, durante los últimos años en Estados Unidos, el valor industrial del centavo aumentó hasta ser mayor que su valor nominal. Como consecuencia, se detuvo la circulación de estas fichas, compuestas por un 95% de cobre, tal y como preveía la ley de Gresham. Desde 1982, la composición del centavo es de un 2.5% de cobre y un 97.5% de zinc. En este caso, se volvió relevante la demanda industrial de las fichas anteriores a 1982. Ver Alec Nevalainen (2007). Coinflation.com. http://www.coinflation.com/ (acceso el 14 de octubre de 2007).

de papel moneda puede adquirir importancia y convertirse, incluso, en la razón principal para demandar dinero. Por ejemplo, el dinero utilizado durante el período de hiperinflación en Alemania en 1923, papel moneda, se quemaba en hornos y se utilizaba para calentar viviendas. En cualquier caso, estas situaciones se producen muy raras veces y la demanda industrial del dinero suele ser tan solo una pequeña parte de la demanda de dinero. Es difícil imaginarse cómo un aumento de la demanda industrial del dinero podría influir de forma considerable en el poder adquisitivo del dinero. No hay una razón particular que explique por qué la mayoría de una determinada población podría valorar el dinero industrial, repentinamente y de forma significativa, más de lo que lo hacía antes.

3.2.2.2 Demanda de dinero como medio de intercambio

El segundo elemento de la demanda de dinero es su demanda como medio de intercambio. Básicamente, existe una razón por la que se utiliza un medio cualquiera de intercambio, incluido el dinero que, por definición, es un medio de intercambio *comúnmente* aceptado: los medios de intercambio facilitan el intercambio.

Cabe destacar que estos intercambios también pueden ser intertemporales. Así, el dinero puede utilizarse para liquidar obligaciones de deuda. El deudor demandará una suma de dinero nominal para pagar la deuda cuando esta sea exigible.

El origen del dinero

A continuación, procederé a analizar un caso muy conocido de aumento de la demanda del dinero como medio de intercambio. Este caso se produce cuando una mercancía pasa a considerarse dinero, es decir, un medio de intercambio

aceptado de manera generalizada. Carl Menger (1871) fue el primero en describir este proceso con todo lujo de detalle. En una economía de trueque, algunos empresarios se dan cuenta de que ciertas mercancías se intercambian más a menudo que otras.[136] Estas mercancías son más comerciables que otras. Por tanto, demandan esas mercancías, no para consumirlas o usarlas en un proceso de producción, sino para venderlas por bienes que necesitan. Surge una demanda de intercambio de la mercancía. Con esta demanda adicional de intercambio de la mercancía, el precio de la misma se torna más elevado de lo que sería si no se hubiera producido esta demanda. Por tanto, es probable que se produzca un aumento del poder adquisitivo de la mercancía. Esto significa que el origen del dinero está íntimamente relacionado con una deflación de precios. O, en otras palabras, los precios en términos de la mercancía tienden a ser más bajos.

A medida que los primeros empresarios empiezan a utilizar con éxito el medio de intercambio, su precio empieza a aumentar aún más. Otros empresarios se dan cuenta del éxito de los que han utilizado la mercancía como medio de intercambio en primer lugar. Como consecuencia, imitarán esta primera ola de empresarios exitosos. La demanda del dinero potencial sigue aumentando, y los precios en términos de medio de intercambio tienden a caer. Así, la mercancía se convierte en algo todavía más atractivo como medio de

[136] Una característica imprescindible para que se intercambie una mercancía con mayor frecuencia y con una baja difusión entre el precio de la oferta y la demanda es su capacidad de utilizarse como reserva idónea de riqueza. De esta manera, un productor puede vender sus bienes por esta mercancía, almacenar esta mercancía y, cuando necesite algo posteriormente, usarla a buen precio como medio de intercambio. Por tanto, la demanda de intercambio y la demanda como reserva de riqueza están íntimamente relacionadas.

intercambio porque lo utiliza más gente y su precio sigue aumentando.

Curiosamente, aquellos que favorecen una economía moderna basada en la división del trabajo posible gracias al dinero, mantienen una postura casi contradictoria al querer prevenir a su vez una deflación de precios porque la consideran peligrosa. Esto es así, porque es prácticamente imposible que se dé una situación en la que el dinero nunca experimente una deflación de precios. Prever un escenario así no es realista. La demanda de dinero aumenta ya que la demanda de la mercancía irá acompañada de una demanda de utilizarla como medio de intercambio. Además, la posibilidad de dividir el trabajo aumenta y estimula el crecimiento económico. Así, el dinero es «fruto» de un proceso que implicará, probablemente, una deflación de precios. Esta deflación de precios indica al empresario que es un buen medio de intercambio y acelera el triunfo de un medio de intercambio como dinero. Es muy probable que los medios de intercambio que no experimenten una deflación de precios pierdan el proceso competitivo contra aquellos que sí lo hacen.

Incertidumbre y saldos de caja

He explicado que el dinero se demanda con el fin de intercambiarlo. Pero, ¿por qué la gente almacena dinero en su saldo de tesorería? ¿Por qué no presta su dinero hasta que necesite intercambiarlo? El motivo por el que los individuos poseen una reserva de dinero es la incertidumbre.[137] El dinero

---

[137] Ver Mises (1998, pp. 399–400). Tal y como señala Mises, el efectivo en caja no tiene por qué consistir solo en dinero propiamente dicho. También puede consistir en sustitutos de dinero que se acepten como si fueran dinero (1924, p. 113).

es una institución que sirve para reducir la incertidumbre del futuro, en tanto que supone un medio de intercambio aceptado de manera generalizada. Por tanto, puede utilizarse para adquirir prácticamente cualquier bien o servicio comerciable: se puede utilizar el dinero para intercambiarlo por una vasta mayoría de bienes, servicios y activos que se ofertan en el mercado. Además, la difusión entre el precio de la oferta y el de la demanda es ínfima incluso en copiosas cantidades, lo que implica que se puede comprar y vender sin incurrir en grandes pérdidas. Por tanto, a menudo, los individuos prefieren retener dinero en reserva. Con el dinero en sus saldos de caja, pueden comprar posteriormente los bienes, servicios y activos de los que no estén al tanto en la actualidad. O, quizás están al tanto de esos bienes, servicios o activos, pero no están seguros de si necesitarán usarlos en el futuro.

Si no existiera la incertidumbre y se conociera la cantidad, calidad, fecha y lugar de toda compra futura, no habría necesidad de tener un saldo de tesorería.[138] El saldo de tesorería de una persona es la reserva de dinero que posee en cualquier momento.[139] Una persona podría prestarle dinero a otra hasta la fecha exacta en la que necesitara usarlo, esto suponiendo que fuera posible encontrar a alguien que necesitara ese dinero hasta esa fecha. Pero como los agentes económicos no saben qué compras van a querer realizar en el futuro, prefieren guardar algo de dinero en sus saldos de caja para poder responder a cambios inesperados de forma inmediata. Así, podrán intercambiar el dinero por un bien o servicio que puedan querer o necesitar posteriormente[140].

Obviamente, los individuos no saben qué necesidades financieras tendrán en el futuro. Este hecho está basado en la

---

[138] Ver Mises (1998, p. 414).
[139] Ver Rothbard (2001, p. 174).
[140] Ver Rothbard (2001, p. 228). Ver también Mises (1998, pp. 399–400).

propia actividad humana. El carácter creativo inherente a la categoría de actividad hace del futuro algo incierto. Un individuo no sabe con qué tipo de fines y medios se encontrará. Su escala de valor se encuentra en constante fluctuación. Como consecuencia, considerará más importantes algunos fines, mientras que otros perderán importancia relativa. En esos casos es mejor tener a mano algo de dinero. Las oportunidades de beneficio pueden surgir inesperadamente, por lo que se necesitará dinero para explotarlas. Por ejemplo, cuando se sacan nuevos productos al mercado, es útil tener un saldo de tesorería suficiente para comprar esos nuevos productos. También es posible que se produzca un cambio inesperado en los precios. Quizás se encarezcan los bienes que el individuo nunca habría imaginado que se encarecerían. Si el individuo todavía quiere adquirirlos a un precio más elevado, necesitará un saldo de tesorería suficiente. Además, es posible que algunos precios específicos caigan de forma inesperada y el individuo quiera comprar un producto que no hubiera comprado de no haberse producido esta caída. Del mismo modo, se necesita un saldo de tesorería suficiente para aprovechar esta oportunidad de beneficio surgida inesperadamente.

Es posible que los individuos opten por mantener un saldo de tesorería mayor si consideran que sus circunstancias se están tornando más inciertas. Por ejemplo, cuando la gente llega a un lugar que no conoce bien, aumenta su incertidumbre. A menudo, este es el caso de aquellos que se desplazan o van de vacaciones a un sitio desconocido. Allí, esos individuos tienen un conocimiento menor de los medios disponibles, los fines y las oportunidades de beneficio que pueden surgir. A medida que se van familiarizando con su entorno, pueden reducir sus reservas en caja.

Otra razón para mantener un saldo de tesorería son las emergencias que puedan surgir. Una enfermedad o accidente hace necesario el pago de operaciones, medicina o maquinaria importante que se haya perdido durante un accidente. Así, los

individuos mantienen, a menudo, saldos de caja para casos de emergencia y, si ven posible que se produzcan dichas emergencias, pueden aumentar sus reservas incluso más.

Lo que es una realidad para los individuos también lo es para las empresas. Las empresas que poseen un saldo de tesorería amplio cuentan con una ventaja frente a sus competidores. Especialmente, en tiempos de recesión o caída inesperada de la demanda no necesitan vender sus activos de forma precipitada. Además, pueden permitirse gastos imprevistos.

Nivel de saldo de tesorería e incertidumbre

Como hemos visto, un individuo puede querer mantener un saldo de tesorería determinado por múltiples razones. Pero, ¿a cuánto ascenderán realmente los niveles de efectivo en caja de un individuo? Esta cuestión ha de responderse recurriendo a valoraciones subjetivas. Si el individuo considera mayor la utilidad marginal de un saldo de tesorería aumentado frente a la utilidad marginal de un bien o servicio que posee, venderá este bien o servicio a fin de adquirir la suma de dinero. Y si estima la utilidad marginal de un bien o servicio más que la utilidad marginal de mantener la suma correspondiente de dinero en su saldo de tesorería, comprará este bien o servicio y venderá el dinero. Un individuo prescinde del consumo y de la adquisición de factores de producción cuando mantiene un saldo de tesorería. El mismo siempre agregará o restará de su saldo de tesorería hasta que encuentre el saldo que, en su situación y circunstancias particulares, considere apropiado y óptimo.

Cabe señalar que, cuando los individuos demandan saldos de caja, demandan una suma nominal de unidades

monetarias teniendo en cuenta su poder adquisitivo.[141] Los servicios de intercambio de una unidad monetaria dependen de la cantidad de bienes y servicios que ésta pueda comprar. Y si un individuo quiere poder realizar más compras en el futuro para casos de emergencia, habrá de aumentar su saldo real de caja, que constituye su poder adquisitivo en reserva. El hecho de aumentar su saldo de tesorería de manera nominal no es de utilidad si no le permite realizar más compras en casos de emergencia u oportunidades de beneficio.

3.2.2.3 Demanda de acumulación de riqueza del dinero

Una razón por la que se acumula dinero, ligeramente distinta a la incertidumbre, es la de acumular riqueza, que constituye el tercer elemento de la demanda monetaria. Aquí, no es la incertidumbre sobre futuras necesidades monetarias la que induce la demanda de dinero, sino la conveniencia de acumular riqueza en efectivo. De hecho, es fácil acumular riqueza en forma de dinero. El dinero puede intercambiarse directamente cuando sea necesario. Puede venderse de forma instantánea a buen precio y en grandes cantidades. En otras palabras, el dinero es el bien más líquido. Para todo bien existe una difusión entre el precio de la oferta y la demanda en el mercado. Cuando se vende un bien en mayores cantidades, esta difusión tiende a aumentar. Cuanto más líquido sea un bien particular, más lento será el aumento de la difusión. La ventaja del dinero es que esta difusión aumenta

---

[141] Ver Rothbard (2001, p. 680). Ver también Mises: «los servicios de intercambio de dinero están condicionados por el nivel que alcanza su poder adquisitivo. Nadie quiere tener en su efectivo en caja un número determinado de piezas monetarias o una masa monetaria determinada; sino que quiere mantener efectivo en caja con una cantidad determinada de poder adquisitivo» (1998, p. 418).

muy lentamente a medida que se intercambia el dinero en cantidades mayores. Esto se produce porque la utilidad marginal del dinero disminuye de forma extremadamente pausada.[142] La liquidez del dinero lo convierte en un elemento muy adecuado para acumular riqueza.[143]

3.2.2.4 Demanda especulativa de dinero

El cuarto elemento de la demanda de dinero es la demanda especulativa.[144] Así como puede haber especulación para cualquier bien, también puede haber una demanda especulativa de dinero.[145] En este caso, se demanda dinero con la intención de revenderlo posteriormente a un precio más elevado. Por tanto, la razón subjetiva de esta demanda no es el uso industrial, la incertidumbre o la acumulación de riqueza, sino más bien la expectativa de que ese dinero pueda venderse en el futuro a un precio mayor, lo que garantiza un control más férreo de los activos no monetarios en el futuro.[146] Este precio futuro debe ser lo suficientemente elevado para justificar la acumulación de dinero durante el tiempo

---

[142] Ver Rallo (2005).

[143] Normalmente el deudor empieza a acumular la cantidad adeudada antes de que se liquide una deuda monetaria. Suele acumular esa cantidad en forma de dinero porque éste constituye un buen elemento para la acumulación de riqueza. Cabe destacar, que esta demanda de dinero por parte del deudor es una demanda de almacenar una suma nominal de dinero hasta que éste se liquide. Naturalmente, el lapso de tiempo entre el inicio de la acumulación de dicha suma y la liquidación de la deuda puede ser muy corto.

[144] Ver Mises (1998, p. 423).

[145] En una economía con múltiples medios de intercambio, la demanda especulativa puede ser considerable. Por ejemplo, en nuestro mundo de dinero fiduciario, la demanda especulativa de intercambio de divisa extranjera es mucho más elevada que la demanda de intercambio.

[146] Ver Hutt (1956, p. 198).

intermedio, pues está condicionado por la categoría praxeológica de preferencia temporal. Si el poder adquisitivo del dinero no asciende lo suficientemente rápido, otras inversiones podrían resultar más rentables. Lógicamente, la demanda especulativa de dinero aumenta cuando se prevé que aumente el poder adquisitivo del dinero y disminuye cuando se prevé una caía del poder adquisitivo del mismo.

La proporción de especulación de dinero depende del patrón monetario. Esta proporción es relativamente pequeña en el caso del dinero mercancía 100% de reserva. La producción del dinero mercancía, como la producción del oro, ha sido, a lo largo de la historia, relativamente estable. Dado que el crecimiento económico ha sido también relativamente estable, no cabría esperar un aumento notorio del poder adquisitivo del dinero. Una excepción a este hecho podría darse en caso de guerra, cuando se produce un aumento en la demanda de dinero. En cualquier caso, el papel que desempeña la especulación monetaria sigue siendo relativamente pequeño.

En un patrón de dinero mercancía con un sistema de banca libre con reserva fraccionaria, la proporción de especulación es mayor de lo que sería en un sistema de mercancía 100% de reserva. Esto se produce porque, hasta cierto punto, los bancos con reserva fraccionaria pueden expandir la oferta monetaria por medio de expansiones crediticias. Estos créditos también pueden volver a contraerse, lo que da lugar a una mayor volatilidad de precios y, por tanto, hacen de la especulación algo más rentable.

La mayor especulación se produce en un sistema de dinero fiduciario, donde puede producirse dinero y sustitutos de dinero a costes insignificantes. Tan rápido como puede

expandirse la oferta monetaria, también puede contraerse.[147] La oferta monetaria depende, a menudo, de los antojos de los políticos. Por tanto, el potencial de las fluctuaciones del poder adquisitivo del dinero en un sistema monetario fiduciario es mucho más elevado que en un sistema con un patrón de dinero mercancía. Así pues, en una economía que utiliza el patrón de dinero fiduciario, los beneficios potenciales por especulación monetaria son, igualmente, mucho más elevados que los beneficios potenciales que se producirían en una economía con un patrón de dinero mercancía. Por ende, la especulación de dinero desempeña un papel importante en un sistema con un patrón de dinero fiduciario.

3.2.3 Aumento en la demanda de saldo de tesorería

En este apartado, analizaré en mayor detalle las razones de un aumento en la demanda de saldo de tesorería, el cual se conoce, en ocasiones, como «atesoramiento». En particular, analizaré las razones de que se produzcan aumentos en la incertidumbre, así como de las causas de la demanda especulativa de dinero. Además, hablaré sobre el efecto del incremento en los saldos de tesorería sobre la estructura de la producción.

3.2.3.1 El término «atesorar»

Ya sea para prepararse para un futuro más incierto, para participar en la especulación monetaria, o para aumentar las reservas de riqueza monetaria, la voluntad de poseer

---

[147] Hablaremos en mayor detalle sobre el proceso de contracción del crédito en el apart. 3.3.

mayor saldo real de caja requiere una restricción del consumo o una inversión en instalaciones de producción. De estos fines derivan tres tipos de incremento en los saldos de tesorería. El primero se conoce como incremento en los saldos de tesorería por incertidumbre, el segundo como incremento en los saldos de tesorería por especulación y el tercero como incremento en los saldos de tesorería cualitativos. No pueden distinguirse desde fuera. En consecuencia, a veces se les agrupa de forma indistinta bajo un solo nombre: atesoramiento. Este nombre es problemático. Para empezar, es imposible discernir entre dinero «atesorado» y dinero «en circulación». Toda unidad monetaria, exceptuando aquellas a las que se ha renunciado voluntaria o involuntariamente,[148] forma parte de un saldo de tesorería. Nadie puede utilizar dinero sin almacenar una cierta cantidad del mismo. Todas las unidades monetarias (a excepción de las perdidas) se encuentran en una cuenta de ahorros o corriente y se desplazan en un intercambio desde un saldo de tesorería al siguiente, sin «circular» nunca o tener dueño.

Además, el término «atesorar» parece implicar algún tipo de inactividad. No obstante, no es cierto. El dinero nunca está inactivo (a excepción, quizás, del dinero que esté en el fondo del océano).[149] Desempeña una importante

---

[148] Solo hay que pensar en un galeón español hundido lleno de lingotes de oro, o en alguna fuente a la que la gente lanza monedas para tener suerte en el futuro.

[149] Ver Rothbard (2001, p. 666); William H. Hutt enfatiza que el hecho de atesorar unidades monetarias es un servicio para el portador de dinero: «La noción de dinero *inactivo* parece haber surgido de la antigua falacia de que el dinero desempeña sus funciones solo al circular, mientras que, en realidad, sus funciones, que desempeña tan solo con poseer propietario y *estar listo para la circulación*, terminan para el que lo posee en el momento en que se transmite su propiedad a otro portador, pues el efecto de haber invertido en él cesa para el cedente y está por comenzar para el

función para la persona que lo mantiene en su saldo de tesorería.[150] En casos de incertidumbre o en los que la acumulación sea la justificación, el dinero sirve como garantía. Se trata de un servicio valorado por su portador, pues de lo contrario, la persona no lo guardaría como saldo de tesorería. El dinero almacenado en un saldo de tesorería permite que el individuo esté preparado para un futuro incierto, es decir, para emergencias, cambios imprevistos de precios, aparición de nuevos productos, oportunidades únicas, cambios en la propia escala de valor, etc. En este sentido, el dinero proporciona el servicio de garantía. El hecho de atesorar también puede verse como un tipo de protesta de los consumidores contra una estructura de producción que no satisface sus necesidades[151]. Cuando la estructura de producción, previo auge artificial, se distorsiona y produce bienes de consumo y de capital que la gente no quiere, ésta responde con atesoramiento. El atesoramiento induce un ajuste de la estructura de producción.

En el caso de demanda especulativa, se mantiene un saldo de tesorería, no con el fin de utilizarlo durante una situación imprevista, sino más bien con el fin de obtener un beneficio real a través de la venta de la unidad monetaria a un precio mayor del que fue adquirida. Por tanto, el dinero no está inactivo, sino más bien en proceso de generar un beneficio empresarial para su portador. En otras palabras, es una inversión. La inversión no está en

---

adquirente» (1977, p. 258). El servicio que proporciona el dinero es esencial: simplemente es la mejor protección contra la incertidumbre. Ver Hoppe (2009).

[150] Ver Hülsmann (2003a, p. 49).

[151] Rallo (2012)

las instalaciones de producción sino en el propio dinero.[152] El portador del dinero valora el beneficio esperado, de lo contrario, no guardaría el efectivo como saldo de tesorería. La disertación de William H. Hutt es relevante en este aspecto:

> El dinero que se concibe es tan productivo como todos los demás activos, y *productivo en exactamente el mismo sentido*… los activos monetarios ofrecen potenciales rendimientos al igual que lo hacen el resto de activos en manos de individuos, empresas, bancos o gobiernos. En calidad de objetos de inversión, se les selecciona por la misma razón por la que se selecciona a otros objetos. Por tanto, si su rendimiento potencial marginal está, en algún momento, por debajo de otros activos, pagará para desprenderse de algunos de ellos y, si está por encima, pagará para adquirir activos monetarios hasta el punto en el que el rendimiento potencial marginal haya caído hasta el tipo de interés. [Original en cursiva] (1956, p. 197)

Cuando se prevé una caída de precios, la inversión en dinero tiende a aumentar. Evidentemente, esta inversión es también una actividad económica. Por tanto, la actividad económica no disminuye cuando aumenta la inversión en dinero, pues se espera una caída de precios. La actividad económica tan solo tiene una forma distinta, de acuerdo con las preferencias del consumidor. Resultaría arbitrario decir que este tipo de actividad económica sería perjudicial y que sería mejor la inversión en instalaciones de producción. En cualquier caso, acelera la adaptación al

---

[152] Rothbard distingue el uso del dinero posterior al ingreso como algo triple: uso del dinero para consumo, para inversiones y para adición al saldo de tesorería (2001, pp. 664–665). Debido a que la adición al saldo de tesorería también debería considerarse una inversión, resultaría más acertado clasificar los usos del dinero en usos para consumo, para inversión en factores reales de producción o para inversión en dinero.

cambio previsto en los precios. Además, en un patrón mercancía, se destinarán más recursos a la producción del dinero y ello estimulará la actividad económica, por ejemplo, en el sector minero.

Pero, ¿la inversión en dinero equivale a ahorrar? Debemos distinguir entre los ahorros, que son una variable de existencias representada por la posesión de efectivo en caja y el ahorro, que es la parte de los ingresos que no se utiliza durante un período concreto. Las inversiones en dinero, es decir, la posesión de efectivo en caja, son ahorros. Pero ¿suponen un aumento del ahorro? La respuesta depende de la procedencia de los recursos que se utilizan para invertir en dinero. Si los recursos se utilizaban anteriormente para fines de consumo, esta abstención de consumo es un ahorro adicional. Los recursos están ahora disponibles para proyectos de producción. Si, por el contrario, los recursos se utilizaban anteriormente en proyectos de producción, la desinversión en ellos no equivale a un aumento del ahorro. Es, más bien, un reflejo de una preferencia temporal superior y la voluntad de que la estructura de producción sea más corta.

Procederé ahora a analizar las razones y los resultados derivados de un aumento de la demanda de dinero. Los resultados y las razones de un aumento en la demanda especulativa de dinero, del incremento en los saldos de tesorería cualitativos y de la voluntad de poseer un mayor saldo real de caja por motivos varios se analizarán posteriormente en mayor detalle. Todos tienen en común que, a ojos de un novato que desconozca los motivos de estas acciones, se consideran una intención de acumular efectivo. Por tanto, defino la deflación por incremento en los saldos de tesorería como un aumento del poder adquisitivo del dinero provocado por los esfuerzos de los agentes económicos para aumentar su efectivo en caja.

3.2.3.2 Incremento en los saldos de tesorería por incertidumbre

Razones del incremento en los saldos de tesorería por incertidumbre

Cuando se prevé un futuro más incierto, la gente intenta aumentar su saldo real de caja. Una excepción es el caso en el que aumenta la incertidumbre con respecto al futuro del propio sistema monetario fiduciario. Cuando el futuro de un sistema monetario fiduciario se torna más incierto y la gente intenta reducir su saldo de tesorería, es posible que se produzca una situación en la que se rechace el dinero fiduciario. No obstante, dudas con respecto al futuro del propio sistema monetario aparte, un aumento de la incertidumbre resulta en una demanda mayor de saldo de tesorería.

Procederemos ahora a analizar las razones específicas por las que se puede producir un aumento de la percepción de incertidumbre. En principio, al tratarse de sentimientos subjetivos, cualquier cosa podría inducir dicha percepción. No obstante, en realidad, algunos eventos son más propensos a inducir un aumento de la incertidumbre que otros. Tal y como señala Joseph Salerno «[L]a incremento en los saldos de tesorería a menudo proviene de una actitud más pesimista o incierta para con el futuro causada, posiblemente, por el inicio de una recesión, un desastre natural o la expectativa de una guerra inminente (2003, p. 85)». Otras causas de esta actitud más pesimista o incierta hacia el futuro incluyen elevadas tasas de desempleo o caídas de los precios de los activos[153].

---

[153] Mark Thornton escribe: «Este tipo de *deflación por incremento en los saldos de tesorería* es una reacción natural ante el estallido de una guerra, una guerra civil o un desastre natural. También se produce durante el inicio de recesiones, ante tasas más elevadas de desempleo, cracks bursátiles, o,

Esta actitud también puede deberse a un aumento imprevisto de la violencia política interna o una pérdida de confianza en los bancos. En los próximos apartados, analizaré estas tres posibles causas del aumento de incertidumbre sobre el futuro.

Recesión del ciclo económico

A menudo, la gente se torna más pesimista durante el inicio de una recesión. En un sistema de dinero fiduciario, ese pesimismo puede derivar, también, en dudas con respecto al futuro del sistema monetario. Este hecho puede resultar en una reducción de la demanda de dinero o en un abandono del mismo. Si, por el contrario, no surgen preocupaciones con respecto al futuro del sistema monetario, por ejemplo, en una economía que utilice un patrón mercancía, aumenta la demanda de dinero con el fin de almacenarlo como saldo de tesorería. Esto se produce porque, durante una recesión breve, o incluso una más prolongada, los individuos podrían estar desempleados o sufrir una reducción de ingresos, etc. Incluso podrían prever malestar social debido a la recesión. Como resultado, se podrían producir cambios políticos y aplicar medidas que cambiasen dicha situación de forma considerable.

A fin de estar preparado para estas incertidumbres, parece acertado aumentar el saldo de tesorería y con ello, la liquidez,[154] ya sea a través de la restricción del consumo o la

---

incluso, con una especulación generalizada de que los precios caerán en el futuro cercano (2003, pp. 6–7)». La última razón que menciona Thornton es la de la demanda especulativa de dinero, de la cual hablaremos a continuación. La demanda especulativa no depende, necesariamente, de una percepción más pesimista del futuro.

[154] Este motivo de aumento de liquidez durante una recesión es especialmente importante para los negocios. Tal y como señala George

retirada de inversiones.[155] En este último caso, el individuo podría liquidar ciertas inversiones erróneas llevadas a cabo durante el auge anterior con el fin de añadirlas al saldo de tesorería. O bien, la gente puede aumentar su saldo de tesorería simplemente porque la oferta de bienes de la estructura distorsionada de producción no se corresponde con sus preferencias. Esto acelera la recuperación[156].

Reisman, el aumento de la demanda de saldos de caja «opera para hacer que cualquier cantidad de dinero se encuentre en una ratio superior al valor de otros activos y al gasto en bienes y trabajo. Así pues, opera para aumentar el grado de liquidez en el sistema económico y acabar, finalmente, con la voluntad creciente de aumentar el saldo de tesorería. Dicho de otro modo, opera para aumentar los llamados test ácidos (quick ratios) de las corporativas y el resto de negocios y situarlas en una posición financiera más sólida, en la que su efectivo en caja se encuentre en una ratio superior a sus pasivos corrientes y en la que, por tanto, se garantice más el estado general de solvencia financiera (1999, p. 693)».

[155] Una vez que la economía se encuentra en recesión, la demanda de dinero tiende a aumentar incluso más. Tal y como señala Rothbard: «Otra característica secundaria generalizada de la depresión es un aumento de la demanda de dinero. Esta 'batalla por la liquidez' es el resultado de múltiples factores: (1) la gente prevé una caída de precios fruto de la depresión y deflación, y, por tanto, acumulará más dinero y gastará menos en bienes mientras espera esta caída de precios [siendo analíticos, esto constituye un aumento de la demanda especulativa de dinero]; (2) los prestatarios tratarán de saldar sus deudas, requeridas ahora por bancos y acreedores, por medio de la liquidación de otros activos a cambio de dinero; (3) la avalancha de pérdidas comerciales y bancarrotas hacen que los empresarios sean prudentes a la hora de invertir hasta que acabe el proceso de liquidación(2000, p. 15)». Sin embargo, estas causas no están relacionadas directamente con una actitud más pesimista, sino más bien con la dinámica del propio proceso de recesión.

[156] Economistas austriacos como Jesús Huerta de Soto, Murray Rothbard, y Guido Hülsmann sostienen que los ciclos de expansión y contracción y, por tanto, también las recesiones, están provocados, en última instancia, por un privilegio gubernamental otorgado a los banqueros: el privilegio de mantener reservas fraccionarias. Por tanto, para estos economistas, este

Expectativa de guerra

Ante la expectativa de una guerra—sea esta una guerra extranjera o civil—la gente también tiende a aumentar su saldo de tesorería.[157] Una guerra puede destruir sus propiedades, activos, o hacer que pierdan el empleo. Pueden resultar heridos o morir, así como es posible que lo hagan sus familiares y amigos. Además, los derechos de propiedad se tornan muy inciertos cuando se produce una invasión extranjera. Los precios tienden a oscilar con crudeza. En estos casos, la gente aumenta su saldo real de caja. También es posible que los individuos pierdan la confianza en sustitutos de dinero y aumenten su demanda del dinero propiamente dicho.[158] Los medios fiduciarios podrían venderse para comprar medios extranjeros de intercambio u oro.

Por ejemplo, como consecuencia del ultimátum de Austro-Hungría a Serbia en 1914, se disparó la demanda de oro[159]. Es posible que también se saque el oro del país para tenerlo a buen recaudo.

Las unidades monetarias añadidas al saldo de tesorería tienden a surgir de desinversiones en bienes de capital en

---

aumento de la demanda de dinero se debe, en última instancia, a una intervención del gobierno.

[157] Existe un caso en el que, ante la expectativa de una guerra, la gente podría reducir su saldo de tesorería. Si la gente espera morir a corto plazo durante la guerra, por ejemplo, durante una guerra atómica o un asedio inminente, entonces reducirán su saldo de tesorería y se producirá una inflación de precios.

[158] El dinero propiamente dicho, o dinero en su sentido estricto, es dinero mercancía, dinero de crédito y dinero fiduciario cuando se utilizan como medio de intercambio. Los sustitutos del dinero son reivindicaciones del dinero propio convertible a valor nominal sobre la demanda. El dinero propiamente dicho y los sustitutos del dinero son dinero en el sentido más amplio de la palabra.

[159] Ver Palyi (1972, p. 27).

lugar de proceder de la reducción del consumo. En tiempos de guerra, la gente intenta garantizar primero la provisión de bienes de consumo. Por tanto, la estructura de producción se aplana. Otra ventaja del aumento del saldo de tesorería debido a desinversiones en bienes de capital es que la guerra no puede destruirlos una vez que estos se consumen.

Expectativa de violencia política interna

En caso de existir una expectativa de guerra, se teme la violencia política externa. No obstante, las expectativas con respecto a que se dé una violencia política interna en el futuro pueden tornarse más pesimistas a medida que aumenta la sensación de incertidumbre. La población puede prever malestar social, violaciones de los derechos de propiedad y, en general, más intervenciones del gobierno en la economía.[160] Esta violencia política podría afectar a su salud, su trabajo, sus ingresos, al sistema de precios, etc. La incertidumbre aumenta en estos individuos porque aumenta la probabilidad de que se produzcan intervenciones políticas y ello hace que los precios futuros y la provisión de productos se tornen más inciertos. No saben cómo será la intervención, ni cuáles serán sus efectos. En esta situación, la gente podría limitar su consumo o retirar sus inversiones a fin de aumentar su saldo de tesorería y prepararse para dichas intervenciones antes de que éstas sean visibles y se sientan sus efectos. Como en los otros

---

[160] Robert Higgs (1997) acuñó el término incertidumbre de régimen para designar una falta generalizada de confianza entre empresarios dada su capacidad de prever hasta qué punto las acciones gubernamentales interferirán con los derechos de propiedad privada. Así pues, la incertidumbre de régimen puede inducir una deflación por incremento en los saldos de tesorería.

casos, el aumento de la demanda de dinero amortigua los efectos adversos de los sucesos no deseados y sus efectos.

Pérdida de confianza en el sistema bancario

Cuando se pierde la confianza en un sistema de banca libre con reserva fraccionaria, sea cual sea su naturaleza (incluidas las razones mencionadas anteriormente, es decir, la guerra o los desastres naturales) la población prefiere, por lo general, aumentar su saldo real de caja de dinero propiamente dicho. La existencia de dudas con respecto a la liquidez del sistema bancario puede significar que ciertos sustitutos del dinero (como depósitos de demanda) ya no se consideran parte del saldo de tesorería individual. Como resultado de esta falta de confianza, se reducen los saldos de caja de manera inmediata, en un sentido subjetivo. Esto se debe a que la gente teme no poder cambiar sus sustitutos de dinero por dinero en un sistema con reserva fraccionaria. Por consiguiente, caerá el precio de los sustitutos del dinero. Para compensarlo, los individuos tenderán a intentar aumentar su efectivo en caja de dinero en su sentido literal. Cuando las autoridades prohíben (a menudo, temporalmente) la conversión de sustitutos de dinero en dinero, el temor se convierte en una realidad y la demanda de dinero en su sentido literal aumenta aún más. Esto se ve en la descripción de Palyi sobre la Primera Guerra Mundial y la inestabilidad financiera surgida cuando esta finalizó: «la demanda, la 'lucha', por el oro, la demanda tanto de atesoramiento privado como monetario, aumenta enormemente cuando las divisas están 'faltas de oro', como lo estaban en realidad a lo largo de la guerra y durante más tiempo mientras siguiera existiendo inseguridad monetaria (1972, p. 28)».

Además, cuando el sistema financiero parece inestable, aumenta la sensación de incertidumbre. No solo es posible

que la población sea incapaz de conseguir dinero propiamente dicho, sino que las quiebras bancarias y la contracción del crédito pueden provocar también la ruina de las empresas. Por tanto, podría aumentar especialmente la bancarrota y la gente podría, temporalmente, perder su empleo, sufrir una reducción de ingresos, etc. Así pues, si se teme una inestabilidad financiera, la gente aumentará su demanda de dinero en su sentido literal y disminuirá su demanda de sustitutos del mismo. Intentarán intercambiar sus sustitutos de dinero por dinero real. Tratarán de sacar efectivo del banco —ya sea oro en un patrón oro o billetes en un patrón de dinero fiduciario—. Esto podría provocar una contracción crediticia y una reducción de la oferta monetaria. En este caso, el incremento en los saldos de tesorería causa una deflación de crédito bancario que se analizará en mayor detalle a continuación. La decisión de aumentar el efectivo en caja resulta acertada, pues la gente se prepara para los acontecimientos que se sucederán tras la inestabilidad o el colapso del sistema financiero. Ellos mismos aceleran el colapso del sistema inestable y causan más problemas para el sistema bancario al aumentar su demanda de dinero propiamente dicho.

Desastre natural

Cuando la gente prevé o experimenta un desastre natural, también tiende a aumentar su saldo de tesorería.[161] No

[161] También podría darse un caso en el que los individuos, ante la expectativa de un desastre natural, redujeran su saldo de tesorería. Si la gente está convencida de que va a morir en el desastre, por ejemplo, debido al impacto de un meteorito que destruya la tierra, es posible que reduzca su saldo de tesorería, lo que provocará, consecuentemente, una inflación de precios.

saben lo que el desastre natural ha destruido, ni lo que destruirá. Es posible que se destruyan sus propios activos al realizar compras necesarias o que se queden sin empleo y no obtengan ingresos temporalmente. Los precios podrían aumentar y fluctuar con violencia debido al desastre natural. El entorno social, económico e incluso político podría cambiar. Por tanto, resultaría acertado aumentar el saldo de tesorería propio a fin de estar preparado para dichos eventos.

Conclusión: gobierno y naturaleza

Excepto en casos de desastres naturales,[162] las razones mencionadas anteriormente de un aumento abrupto y general de la demanda de saldo de tesorería se deben, en última instancia, a una intervención estatal. Es difícil imaginar por qué debería cambiar la demanda de saldo de tesorería real de forma abrupta en ausencia de desastres naturales e intervenciones gubernamentales. Además, en todos los casos, el aumento de la demanda de dinero per se es beneficioso y dinámicamente eficiente, en el sentido de que asienta las bases e impulsa nuevas acciones empresariales y, con ello, permite que la economía se autocoordine de nuevo.[163]

---

[162] Un sistema bancario con reserva fraccionaria resulta de la intervención estatal ya que disfruta de privilegios otorgados por el mismo. Dichos privilegios pueden incluir un banco central como prestamista de última instancia, la suspensión legalizada de pagos, o el visto bueno a contratos ambiguos que traten depósitos de demanda y préstamos.

[163] Para ver el concepto de eficiencia dinámica, ver Huerta de Soto (2003, pp. 231–254).

Resultado del incremento en los saldos de tesorería por incertidumbre

Procederemos a analizar a continuación las consecuencias específicas de un aumento en la demanda de saldos de caja reales. El aumento en la demanda de saldos de caja reales que se produzca dentro de un patrón mercancía resulta en un aumento de la producción de dicha mercancía.[164] Los factores de producción se destinan a producirla y contrarrestan, de esta manera, la tendencia a la caída de precios. No obstante, en nuestro análisis daremos por hecho que la oferta monetaria se mantiene constante, pues nos interesan las causas posibles de una deflación de precios. Así pues, el análisis incluye el caso del agotamiento de la producción de una mercancía y el de un patrón de dinero fiduciario en el que la oferta monetaria se mantiene constante. En particular, analizaremos si los agentes involucrados logran sus objetivos y si esto resulta en una deflación de precios. Distinguiremos tres casos distintos: (a) el aumento en la demanda de efectivo en caja por parte de algunos individuos se ve compensado por la disminución de la demanda de efectivo en caja por parte de otros individuos; (b) el aumento en la demanda de efectivo en caja no se ve compensado por la disminución en la demanda de efectivo en caja por parte de otros individuos; (c) todos los individuos quieren aumentar su efectivo en caja.

(a) *El aumento en la demanda de saldos de tesorería por parte de algunos individuos se ve compensado por la disminución de la demanda de efectivo en caja por parte de otros individuos*

En este caso, algunos individuos quieren aumentar su saldo real de caja mientras otros quieren reducirlo. El primer grupo vende bienes, servicio y activos para adquirir dinero y añadirlo a su saldo de tesorería. El segundo grupo hace lo contrario.

---

[164] Ver Rueff (1947, p. 348).

Compran los bienes, servicios y activos que ofrece el primer grupo y reducen, de esta manera, su saldo de tesorería. El poder adquisitivo del dinero no debe cambiar en este proceso, incluso si hay una tendencia a la fluctuación por parte de los precios relativos. Finalmente, el primer grupo tendrá un mayor saldo nominal de caja y el segundo grupo lo habrá reducido. Como el poder adquisitivo del dinero no ha variado, el primer grupo obtiene un mayor saldo real de caja y el segundo grupo un saldo real de caja menor. Por tanto, ambos grupos alcanzan sus fines subjetivos[165].

(b) *El aumento en la demanda de efectivo en caja no se ve compensado por la disminución en la demanda de efectivo en caja por parte de otros individuos*

Otro caso sería aquel en el que el aumento en la demanda de efectivo en caja por parte de un grupo no se ve totalmente compensado por una disminución en la demanda de efectivo en caja por parte de otro grupo. Esto implica que el importe nominal al que el grupo dos está dispuesto a renunciar no es suficiente para satisfacer la demanda nominal de dinero por parte del grupo uno a los precios actuales. ¿Sería posible que ambos grupos cumplieran también sus objetivos en este caso? Hasta cierto punto, el grupo uno venderá bienes, servicios y activos y el grupo dos los comprará. Pero al llegar a cierto punto, el grupo uno sigue queriendo aumentar su saldo de tesorería a través de la venta de bienes, servicios y activos, mientras que el grupo dos ya no quiere vender dinero porque está satisfecho con su efectivo en caja.

Ahora, el grupo dos será reacio a vender dinero de su efectivo en caja porque quiere mantener su saldo real de caja. Esto implica que restringe su venta de dinero y lo vende tan solo

---

[165] Un ejemplo específico de ese tipo de escenario sería un patrón oro presente en varios países. Cuando los ciudadanos de un país (grupo uno) en neto quieren aumentar su saldo real de caja, por ejemplo, por el miedo a una guerra, venderán bienes, servicios y activos (derechos inclusivos) a los ciudadanos de otro país a cambio de oro. El primer país tendrá, por tanto, más oro y el segundo tendrá menos a cambio de más bienes, servicios y activos.

a cambio de más bienes, servicios y activos. El grupo uno, por su parte, ofrecerá más bienes, servicios y activos para adquirir dinero a fin de aumentar más su saldo de tesorería. Por tanto, el poder adquisitivo del dinero es mayor que de no haberse dado ese aumento, y los precios monetarios de bienes, servicios y activos tienden a caer[166]. Cuando se produce un aumento del poder adquisitivo del dinero y, por tanto, del valor real del saldo de tesorería del segundo grupo, este venderá dinero al grupo uno, cuyos miembros quieren aumentar su saldo de tesorería. Por tanto, el grupo dos ha reducido el valor real de su saldo de tesorería hasta el punto que quería. Al mismo tiempo, el valor real del saldo de tesorería del grupo uno aumenta al igual que su valor nominal. Como resultado, en este escenario, el poder adquisitivo del dinero aumenta y los precios caen. El efectivo en caja nominal del grupo uno aumenta mientras que el del grupo dos se reduce. El saldo real de caja del grupo uno aumenta mientras que el efectivo en caja del grupo dos disminuye. Ambos grupos cumplen sus respectivos objetivos.[167]

(c) Todos los individuos quieren aumentar su efectivo en caja

Ahora analizamos el tercer caso. Aquí, la totalidad de individuos quiere aumentar su saldo real de caja. Obviamente, nadie querrá renunciar a sus unidades monetarias y perder efectivo en caja nominal. Todo el mundo quiere aumentar su efectivo en caja. Si no se produce un aumento en la cantidad de dinero, es imposible que la totalidad de individuos aumente su saldo nominal de caja.

---

[166] Estamos dando por hecho que existe un libre mercado. Si la intervención estatal impide que los precios aumenten o se rebajen, aparecerán los típicos efectos de precios máximos y mínimos. Surgirán déficits y superávits no vendidos. Por ejemplo, en nuestro escenario, si no se permite que caigan los precios de los bienes, servicios y activos, se producirán superávits de bienes, servicios y activos que podrían haberse vendido a precios más bajos. Del mismo modo, aquellos que quieran aumentar su saldo real de caja experimentarán un déficit de dinero.

[167] De nuevo, en el caso de encontrarse en un patrón oro, el grupo uno y el dos podrían ser dos países distintos.

No obstante, puede aumentar el saldo real de caja. Las personas están dispuestas a renunciar a una mayor cantidad de bienes, servicios y activos para obtener una unidad monetaria; y/o ofrecerá menos unidades monetarias que antes, por la misma cantidad de bienes, servicios y activos. En un caso extremo, los individuos simplemente dejarán de comprar bienes, servicios y activos hasta que su precio caiga lo suficiente como para aumentar su saldo real de caja hasta el nivel que quieren.[168] Simplemente pujan el valor de mercado de las unidades monetarias en lo que se refiere a todos los demás productos.[169] Los precios tienden a caer debido a la abstención general de comprar y, por tanto, aumenta el saldo real de caja de los individuos. Estos han logrado sus objetivos, y hay una tendencia a la deflación de precios.[170]

---

[168] Obviamente, existe un límite en el que la gente deja de aumentar su saldo real de caja y es el nivel de consumo necesario para sobrevivir. Por tanto, la demanda de dinero está siempre limitada por esa necesidad biológica fundamental (a excepción del caso extremo de una persona que quiera suicidarse y pretenda aumentar su saldo de tesorería antes de morir. Esta táctica no tiene mucho sentido, en cualquier caso, pues su futuro está bastante claro). Tal y como afirma Rothbard: «… [L]a demanda de dinero no puede ser infinita, pues la gente debe seguir consumiendo, independientemente de las expectativas que tengan. Por tanto, la demanda de dinero no podría ser necesariamente infinita. El nivel existente de consumo, a su vez, requerirá un cierto grado de inversión (2001, p. 692)».

[169] Ver Salerno (2003, p. 85).

[170] Salerno (2003, p. 85) señala correctamente los efectos positivos en el bienestar de esta deflación por incremento en los saldos de tesorería: «A pesar de la reducción en el ingreso total del dólar, el proceso deflacionario causado por incremento en los saldos de tesorería es, también, benigno y produce un mayor bienestar económico. Está impulsado por las elecciones voluntarias y de fomento de utilidad de algunos titulares de dinero de abstenerse de intercambiar créditos a sus activos monetarios en el mercado en la misma cantidad en la que lo hacían anteriormente. No obstante, con el suministro de dólares establecido, la única forma en la que se puede satisfacer esta demanda de acumular dinero es que cada dólar adquiera un valor mayor, de manera que aumente el poder adquisitivo total

Este proceso puede producirse muy rápidamente. Todo depende de las capacidades empresariales de los individuos que estén implicadas. Si los vendedores anticipan correctamente el nivel al que deben rebajar sus precios para encontrar compradores dispuestos a adquirir sus productos, reducirán los precios de manera inmediata hasta ese nivel. No hay razón por la que no pudieran anticipar correctamente esa bajada de precios y con la misma celeridad que en cualquier otra situación del mercado.

Cabe destacar que la prestación de servicios procedente de efectivos en caja no es ajena a la demanda de efectivo.[171] Si aumenta la demanda de efectivo en caja y caen los precios, la oferta de servicios de unidades monetarias aumenta automáticamente, sin incremento alguno de la oferta nominal. Por tanto, incluso aunque no se produzca un aumento de la oferta monetaria, se satisface el aumento en la demanda de efectivo en caja. Si se produce un aumento de la oferta—ya sea

---

representado por la oferta monetaria existente. Esto es precisamente lo que hace la deflación de precios: un aumento en la riqueza monetaria agregada o la oferta monetaria «real» a fin de satisfacer a aquellos que desean tener un saldo de tesorería mayor». En el mismo sentido, ver Síma (2002, p. 11). Habla de «atesorar» como una actividad productiva.

[171] Ver Hülsmann (2003a, p.50). Añade que «[D]icha independencia existe, de hecho, en el caso de la mayoría de los otros bienes, y la razón es que, en la mayor parte de los otros casos, la cantidad de servicios que se derivan del bien en cuestión depende, esencialmente, de las características específicas del mismo. Por ejemplo, los servicios que presta un teléfono no dependen de la demanda de ese teléfono, o de la demanda de teléfonos del mismo tipo. Pero en el caso del efectivo en caja, la oferta y la demanda no son independientes porque la demanda depende de la oferta y la oferta depende de la demanda. Si aumenta la cantidad de dinero, el poder adquisitivo de cada unidad descenderá hasta el nivel que hubiera alcanzado de no haberse producido este caso. Esto implica que se han reducido los servicios que pueden derivarse de cada unidad monetaria, y como a los titulares de dinero tan solo les interesa la cantidad de esos servicios, más que las cantidades nominales en las que se personifican esos servicios, su demanda de cantidades nominales de dinero será mayor de lo que habría sido en caso contrario». (Pie de página omitido).

por la producción de oro[172] o por la inflación de dinero en papel—no se gastará hasta que el saldo real de caja haya aumentado hasta el nivel deseado. Por tanto, en un patrón mercancía, el saldo real y nominal de caja aumenta. En un patrón de dinero fiduciario, sin embargo, el aumento del saldo nominal de caja no siempre resulta en un aumento de saldo real de caja. A medida que se produce más dinero fiduciario, los precios pueden aumentar de manera sustancial. Esto hace que la gente empiece a prever más aumentos y ello podría desembocar en una hiperinflación. Durante una hiperinflación, los precios aumentan más rápido de lo que lo hace la oferta monetaria, porque la gente gasta su dinero cada vez más rápido en la adquisición de bienes y a precios cada vez mayores. Debido a que los precios aumentan más rápido que la oferta monetaria nominal, caen los saldos reales de caja. Los aumentos continuados de la oferta monetaria resultan en reducciones continuadas de los saldos reales de caja. En este caso, la inflación ha sido contraproducente. Por tanto, la observación de Guido Hülsmann que se expone a continuación aplica tan solo para casos de un patrón de dinero fiduciario y una hiperinflación:

> …[N]o solo es superfluo, sino también algo absurdo, «ajustar» la oferta monetaria en función de los cambios que se produzcan en la demanda. Lo único que hace un aumento en la oferta nominal, lejos de compensar el aumento de la demanda, es provocar un aumento mayor de la demanda de efectivo en caja. Lejos de equilibrar la oferta y demanda de efectivo en caja, los cambios en la oferta nominal provocan simplemente una demanda nominal adicional (2003a, p. 50).

Es cierto que resulta absurdo «ajustar» la oferta monetaria a los cambios en la demanda monetaria. No obstante, no es absurdo en el sentido que expone Hülsmann. Por ejemplo, en un patrón de dinero mercancía, los individuos que quieren

---

[172] En una economía de patrón oro, cuando aumenta el poder adquisitivo del mismo, se realizan más esfuerzos para extraerlo. La extracción de oro satisface las exigencias de aquellos consumidores que desean tener una mayor reserva de lingotes.

aumentar su saldo real de caja demandarán esa nueva producción de la mercancía. Este aumento de la oferta monetaria no requiere un consecuente aumento de la oferta nominal. Esto es así porque el dinero se añadirá al efectivo en caja sin que se haya producido un aumento de precios tan agudo como el que se habría producido si la demanda de dinero se hubiera mantenido en el mismo nivel. En este caso, también se reducen los precios en relación con el nivel que habrían alcanzado en caso de no haberse producido una mayor demanda monetaria.

3.2.3.3 Incremento en los saldos de tesorería por especulación

Razones del incremento en los saldos de tesorería por especulación

Si los individuos esperan que se produzca un aumento del poder adquisitivo del dinero, podrían considerar invertir en dinero y aumentar su demanda monetaria especulativa. Los individuos pueden prever este aumento del poder adquisitivo por múltiples razones: una reducción de la cantidad de dinero, una deflación por crecimiento, un aumento de la calidad del dinero, un aumento de la demanda de dinero incentivada por una mayor incertidumbre, etc. En todos los casos, realizar el ajuste hasta el nivel deseado será más rápido que de no haber demanda especulativa.

A continuación, procederé a analizar brevemente una situación en la que la demanda monetaria especulativa desempeña un papel especial y que, a menudo, se ha descuidado: el origen del dinero.[173] Es el caso particular de la expectativa de una mayor calidad monetaria. Cuando los empresarios seleccionan una mercancía para utilizarla como

---

[173] Con respecto al origen del dinero, ver Carl Menger (1871).

medio de intercambio, aumenta la demanda de dicho medio. Su uso se generaliza más y aumenta su precio. Es muy probable que el poder adquisitivo del medio de intercambio que se transforma finalmente en dinero aumente de manera considerable durante el proceso de su evolución. Por tanto, la gente que espera que se acepte de forma generalizada una mercancía concreta como medio de intercambio invertirá en esta mercancía o futuro dinero. Esto es una demanda monetaria especulativa. Durante el proceso de origen del dinero, la demanda monetaria especulativa acelerará el proceso de desarrollo de un medio de intercambio. A través de la especulación, el poder adquisitivo de la mercancía seguirá aumentando hasta que se alcance el nivel previsto. Así pues, la mercancía se torna más atractiva como dinero y se generaliza su uso. Por tanto, la demanda especulativa acelera el proceso de desarrollo u origen del dinero. Si existe una demanda especulativa, se notan mucho más rápido los beneficios de una economía monetaria.

Resultados de un incremento en los saldos de tesorería por especulación

Procederé a analizar, ahora, las consecuencias del aumento en la demanda de efectivo en caja debido a la especulación. En primer lugar, es necesario señalar que toda persona de negocios y consumidor es un especulador monetario cuando tiene que decidir la cantidad de saldo de tesorería que quiere poseer. No ser especulador monetario es imposible. Un individuo limitará sus adquisiciones si espera que se produzca una caída de los precios de los bienes, servicios y activos que le interesan y si esta caída de precios compensa el tiempo que debe esperar para disfrutar de dicho bien, servicio

o activo. Del mismo modo, si prevé que se produzca una caída de precios en los bienes y servicios que vende, se apresurará en venderlos antes de que caigan.[174]

Esto aumentará el efectivo en caja del especulador. El mismo «atesora» dinero con la expectativa de que se produzca un aumento del poder adquisitivo del dinero en el futuro, o, al menos, una caída de los precios en los que está interesado.[175] Para alguien observador, se produce el mismo efecto cuando la persona aumenta su efectivo en caja por la voluntad de incrementar su saldo real de caja debido a que experimenta una mayor incertidumbre o desea aumentar la riqueza que posee en forma de dinero. La diferencia con otros casos de aumento del efectivo en caja es que el especulador, si se adhiere a su plan inicial, se gastará este efectivo en caja adicional cuando los precios hayan caído al nivel previsto.

El efecto de la especulación por parte del individuo es que, al limitar sus adquisiciones y apresurarse en vender sus posesiones, ejerce una presión a la baja sobre los precios. Cuando, efectivamente, caen los precios al nivel esperado, sus compras adicionales y la reducción de sus ventas ejercerán una presión al alza sobre los precios. El especulador sacará beneficio si sus predicciones resultan ser ciertas. Y sufrirá pérdidas si se equivoca en su previsión. Por tanto, durante el proceso especulativo se elimina al mal especulador y se premia al bueno.

Naturalmente, la especulación monetaria puede resultar en un aumento del poder adquisitivo del dinero o una deflación de precios. Cuando el efecto de las acciones de los especuladores que prevén una caída de precios tiene más peso que el efecto de los especuladores que prevén una estabilidad o aumento de precios, los precios tienden a caer. Tal y como

---

[174] Naturalmente, la capacidad de venta actual de un productor está limitada por el stock con el que cuenta.

[175] Ver Rothbard (2001, p. 673).

apunta Mises con respecto a las previsiones tanto de caída como de alza de precios:

> Pero es distinto si los individuos creen encontrarse ante la víspera de grandes alteraciones del poder adquisitivo inducidas por el dinero. Cuando esperan que se produzca un aumento o caída de los precios monetarios de todos los bienes, aumentan o limitan sus adquisiciones. Este comportamiento refuerza y acelera las tendencias de forma considerable. El proceso continúa hasta que se alcanza el punto en el que no se prevén más cambios en el poder adquisitivo del dinero. Solo entonces se paraliza la inclinación a comprar o vender y los individuos comienzan de nuevo a aumentar o reducir su efectivo en caja (1998, p. 423).

En otras palabras, se acelera el ajuste para alcanzar el nivel esperado de poder adquisitivo.[176] En principio, es posible alcanzar este nivel de manera inmediata. Depende de las habilidades empresariales implicadas. Una vez alcanzado el nivel previsto, los especuladores venderán el dinero en el que han invertido y recogerán sus beneficios. Esto impide que siga aumentando el poder adquisitivo del dinero o que se produzca una deflación de precios.

Como toda especulación, la especulación monetaria se autocorrige. Los especuladores tratan de anticipar la demanda subyacente de dinero no especulativo.[177] Naturalmente, pueden errar en este punto. Si los especuladores se equivocan en sus predicciones perderán dinero. Supongamos que ciertos especuladores han anticipado una caída de precios y han aumentado su saldo de tesorería. Los precios tenderán a bajar con el aumento del mismo. No obstante, si la previsión es incorrecta, se producirá un déficit de bienes debido a estos precios rebajados. Habrá un aumento de la demanda de bienes que compensará de nuevo los precios. Por tanto, se

---

[176] Ver Rothbard (2001, p. 673).
[177] Ver Rothbard (2001, p. 674).

revelará el error y los precios volverán a aumentar, lo que persuadirá a los especuladores para reducir su saldo de tesorería tras percatarse de la pérdida sufrida.

3.2.3.4 Incremento en los saldos de tesorería cualitativos

Razones del incremento en los saldos de tesorería cualitativos

Una razón, a menudo relegada, del aumento de la demanda de acumular dinero en saldos de caja es el aumento de la calidad monetaria.[178] La calidad monetaria puede definirse como «la capacidad del dinero, percibida por los actores, para desempeñar sus funciones principales, a saber, servir como medio de cambio, como reserva de riqueza y como unidad contable (Bagus 2009, p. 23)».[179]

La calidad del dinero tiene un impacto en su utilidad marginal y en su posición con respecto a otros bienes en la escala de valor del individuo. Cuando aumenta la calidad del dinero, las unidades monetarias tienden a ocupar posiciones más elevadas de preferencia con respecto a otros bienes. Son muchos los factores que influyen en la calidad del dinero y que se han relegado de forma generalizada. Es posible clasificarlos según las funciones del dinero como unidad de cuenta, medio de intercambio y reserva de riqueza.

---

[178] De la misma forma, las innovaciones financieras (tarjetas de crédito, cajeros automáticos, MMMFs) y la frecuencia de pago afectan a la demanda monetaria de dinero en efectivo. No obstante, las innovaciones financieras y una menor frecuencia de pago son la premisa para que se produzca una disminución de la demanda de dinero. Son más relevantes como causas de la inflación de precios. Por tanto, no analizaremos estas causas en mayor detalle.

[179] Para consultar un análisis detallado sobre la calidad del dinero, ver Bagus (2009)

La función del dinero como unidad de cuenta es bastante estable y solo se pone en duda durante períodos de inflación. Por esta razón, no analizaremos en detalle los factores que influyen en la capacidad del dinero para funcionar como unidad de cuenta. Las funciones de servir como medio de intercambio y fuente de riqueza son más variables y pertinentes.

A fin de funcionar como un buen medio de intercambio es vital que exista una fuerte demanda no- monetaria. La demanda no-monetaria concede al portador de dinero un «seguro» contra la desmonetización. Cuando aumenta la demanda no monetaria del bien, la calidad del dinero también tiende a aumentar y, con ella, la demanda de dinero. Además, cuanta más gente acepte el medio de intercambio, mejor cumplirá éste sus funciones. Los costes bajos de transporte y almacenamiento, fácil manipulación, divisibilidad, durabilidad, resistencia, reconocimiento y homogeneidad son otras propiedades características de un buen medio de intercambio. Si mejora cualquiera de estas propiedades, la demanda de dinero tiende a aumentar.

El dinero es el bien con mayor liquidez. Los individuos almacenan en él su riqueza porque, cuando venden sus productos, no suelen comprar al mismo tiempo los bienes y servicios que necesitan. Por tanto, es importante contar con una buena reserva de riqueza. A fin de funcionar como una buena reserva de riqueza, es vital que el bien posea una gran liquidez y facilidad para atesorarlo. La liquidez se refiere a los costes de compra-venta de grandes cantidades de un bien, mientras que la facilidad de atesoramiento se refiere a los costes de compra-venta de un bien en pequeñas cantidades.

La posibilidad de que se produzcan cambios en la cantidad de dinero es un factor determinante que influye en la calidad del mismo, pues altera la capacidad del dinero de funcionar como una buena reserva de riqueza. A este respecto, los costes de producción monetaria son importantes. En un entorno de libre mercado con productores monetarios competitivos, los

costes de producción monetaria están determinados, en última instancia, por valoraciones subjetivas. Cuanto mayores sean los costes de producción monetaria en relación con su precio de mercado, más tiempo llevará que se produzca el aumento del volumen de dinero. Además, la oferta monetaria existente en relación con su producción es importante para la función monetaria de reserva de riqueza. Cuanto mayor sea la oferta monetaria existente en relación con la producción anual de dinero, mejor podrá funcionar la mercancía como reserva de riqueza.

No obstante, en un patrón de dinero fiduciario, los costes de producción monetaria son insignificantes y no afectan a la producción de dinero. Aquí, la credibilidad del productor monetario con respecto a su autocontención altera la calidad del dinero. Adquiere gran importancia la disposición institucional de la divisa, como la constitución del banco central, su «independencia» formal y sus estatutos y mandatos. Los cambios que se producen en estas disposiciones influyen en la calidad del dinero y, por tanto, la demanda del mismo.

La integridad de la unidad monetaria es también un factor importante en lo que a calidad monetaria se refiere. La integridad monetaria puede sufrir alteraciones por desgaste natural, en el caso de las monedas, o por un cambio en la tasa de retribución de un patrón de dinero mercancía con control gubernamental. Por ejemplo, si el gobierno suspende la retribución en especie se producirá una caída de la calidad monetaria. Y si el gobierno reanuda esta retribución, aumentará la calidad monetaria. Los cambios de calidad son abruptos en el caso de alteraciones en la retribución, porque se altera la naturaleza de los títulos monetarios. El papel moneda inconvertible constituye tan solo una concesión sobre una cantidad indeterminada, mientras que un certificado de aportación dineraria es una cesión sobre una suma claramente definida.

Incluso cuando se suspende de forma indefinida la retribución en un patrón de dinero fiduciario, los activos de los bancos centrales y el sistema bancario siguen influyendo en la calidad del dinero. Estos activos devuelven los pasivos de los bancos. En caso de quiebra o retirada masiva de depósitos, los acreedores y depositantes asumen estos activos. Cuanto mejores sean estos activos, mayor será la calidad de los sustitutos monetarios que facilita el sistema bancario. Los activos del banco central son especialmente importantes, pues este puede utilizarlos para defender el valor de la divisa tanto de forma interna como externa. El banco central puede utilizar sus activos para readquirir su divisa a fin de reducir su cantidad y afianzar su valor. Los activos pueden utilizarse incluso para una reforma monetaria. Por tanto, la calidad de una divisa variará en función de si los activos de un banco central consisten en bonos basura contabilizados a precios inflados o en oro.

Por último, la ideología, el crédito, el estatus y las políticas adoptadas por el gobierno influyen en la calidad del dinero como reserva de riqueza. Un gobierno fiscalmente imprudente recurrirá, probablemente, a un deterioro de su patrón monetario para solventar sus problemas fiscales. Quizás abandone el patrón mercancía, cambie la tasa de retribución o infle la oferta monetaria. Por tanto, el desarrollo económico y otros factores que alteran la capacidad tributaria y el estatuto fiscal del gobierno influyen, de forma indirecta, en la calidad del dinero.

Resultados del incremento en los saldos de tesorería cualitativos

Cuando aumenta la calidad monetaria, también tiende a aumentar la demanda de acumular unidades monetarias. La calidad monetaria puede aumentar, cuando mejora su capacidad de ejercer su función de reserva de riqueza o de

intercambio. Esto se produce, por ejemplo, si aumenta la demanda monetaria no-industrial, si más gente empieza a usarlo, si se elevan sus costes de producción, si una innovación tecnológica aumenta la divisibilidad, si se reanuda la retribución en especies o si el banco central se vuelve «independiente», etc. Esta lista de razones no es exhaustiva, pues los factores que alteran la calidad del dinero son muy numerosos.

Cuanto mayor sea la calidad monetaria, más valorarán los compradores y vendedores la unidad monetaria con respecto a otros bienes y servicios. Estarán dispuestos a aumentar sus saldos reales de caja. Cuando aumenta la calidad monetaria, el poder adquisitivo es mayor que de no haberse producido este aumento. Como consecuencia, existe una tendencia a la deflación de precios.

3.2.3.5 El incremento en los saldos de tesorería y la estructura de producción

¿Existen otras consecuencias del aumento de los saldos de tesorería reales además de la tendencia a que se produzca una bajada de precios? En primer lugar, en una economía con un patrón de dinero mercancía, se destinarán más recursos a la producción de la mercancía y la estructura de producción cambiará en base a ella.[180] Existen otras consecuencias

---

[180] Hülsmann (2009) hizo énfasis en este punto. Cuando aumenta la demanda de dinero, el poder adquisitivo del mismo tiende a aumentar. La estructura de producción se ve alterada a medida que aumenta la producción de dinero mercancía, que reclama los factores de producción de otros proyectos. No obstante, sería arbitrario decir que la estructura de producción disminuye su intensidad de capital, pues las instalaciones de producción monetaria también son bienes de capital. Se produce un ligero crecimiento de la industria de producción monetaria (es decir, las minas

posibles para cualquier sistema monetario. Debido a que los individuos no cambian su demanda monetaria al mismo nivel y sus preferencias son distintas, el aumento en la demanda de efectivo en caja afectará a bienes de distinta naturaleza. Por tanto, los precios relativos de los bienes cambiarán y, como consecuencia, lo hará también la posición de riqueza relativa de los individuos. Pero, ¿cómo cambiará la estructura de la producción? Por un lado, esto depende de la preferencia temporal de los que ganen y los que pierdan durante el proceso. Por otro lado, depende de la cuestión sobre de dónde proviene el dinero destinado a aumentar el saldo de tesorería. El ingreso monetario puede gastarse de tres formas. Puede gastarse en bienes de consumo, factores de producción y adiciones al saldo de tesorería. El primero es un uso de consumo, el segundo es una inversión en factores de producción y el tercero es una inversión en dinero. El incremento en los saldos de tesorería puede proceder del dinero que iba a utilizarse para consumo o del dinero que iba a utilizarse para invertir en factores de producción. Si los saldos de caja aumentan debido a una restricción del consumo o a la venta de bienes de consumo, la estructura de producción se extenderá y ensanchará. Habrá más bienes de consumo disponibles, que podrán utilizarse para nutrir un proceso de producción más amplio o extenso. Por el contrario, si los saldos de caja aumentan debido a una restricción de invertir en factores de producción o venderlos, la estructura de producción se reducirá. Puede darse el caso de que ambos usos, tanto el de consumo como el de inversión, se reduzcan

---

de oro) y una correspondiente disminución de otras industrias. Si las tasas de preferencia temporal y la cantidad de ahorros reales se mantienen constantes, los tipos de interés no cambian. Por tanto, no estoy de acuerdo con Hülsmann, quien señala que los tipos de interés aumentan necesariamente debido al mayor uso de factores de producción en el sector minero.

en la misma proporción. Esto significa, que es posible aumentar el efectivo en caja y que se produzca una deflación de precios sin que ello resulte en una estructura de producción con menor intensidad de capital. El rumbo que siga el cambio en la estructura de producción dependerá del rumbo que haya seguido el cambio en la preferencia temporal. Si aumenta la preferencia temporal, disminuirá la inversión en factores de producción. Si se reduce la preferencia temporal, se reducirá el consumo de forma relativa en favor de la inversión.[181]

A continuación, procederé a analizar en mayor detalle ambos casos en los que se produce un aumento del incremento en los saldos de tesorería y sus efectos sobre la estructura de producción. Analizaré, en primer lugar, el aumento de efectivo en caja producido por restringir la adquisición de bienes de consumo o la venta más intensiva de bienes de consumo. Como consecuencia, los precios de bienes de consumo tenderán a caer. En particular, caerán en concordancia con los bienes de capital. Por tanto, los beneficios en industrias de bienes de capital aumentan según los beneficios en industrias de bienes de consumo. Los recursos (bienes de consumo) que quedan disponibles[182]

---

[181] En este contexto, es necesario tener en cuenta que la preferencia temporal también influye en la demanda especulativa de dinero, pues el especulador debe esperar para obtener sus beneficios especulativos. Su acción es una inversión. Al disminuir su tasa de preferencia temporal, el especulador invertirá más y reducirá su consumo. También podría invertir más en dinero si considera que la inversión merece la pena. Por el contrario, si su tasa de preferencia temporal aumenta podría impulsarle a vender todas o una parte de sus inversiones monetarias.

[182] En la terminología de Richard von Strigl, aumenta el fondo de subsistencia para apoyar a los trabajadores durante los desvíos de producción. Así pues, se pueden llevar a cabo proyectos de producción más extensos. Ver Strigl para el papel que desempeña el fondo de subsistencia en la estructura de producción (1934, pp. 1–52).

debido a la restricción del consumo se reorientarán para servir de apoyo a los procesos de producción en industrias de bienes de capital. Como consecuencia, se extenderá la estructura de producción y adquirirá una mayor intensidad de capital y, por tanto, una mayor productividad. Dicho de otro modo, el aumento del efectivo en caja estimula, de forma indirecta, la acumulación de capital. Se producirá un aumento del capital del dispongan los empresarios para extender la estructura de producción,[183] pues los precios de los bienes de capital (bienes de consumo utilizados como apoyo de esfuerzos productivos) no serán tan elevados como lo serían si no se hubiera producido el aumento del efectivo en caja. Habrá un crecimiento económico en el sentido de que la estructura de producción se habrá vuelto más productiva. Cuando los nuevos procesos de producción, ahora más largos y productivos, se completen, los mismos bienes estarán disponibles en mayores cantidades o se habrán producido bienes de mayor calidad. Por tanto, existen dos tendencias a una deflación de precios: la primera, el aumento en la demanda de dinero; y la segunda, el crecimiento económico.

Cabe señalar que un aumento en la demanda de dinero (atesoramiento) causado por una reducción del consumo tiene los mismos efectos sobre la estructura de producción que los que se darían en caso de aumento del ahorro e inversión directa: la estructura de producción adquiere una mayor intensidad de capital. En ambos casos, los bienes de consumo se liberan para extender y ampliar la estructura de producción. La diferencia con respecto a un aumento de los ahorros e inversión directa es que, en el caso de que se produzca un aumento del efectivo en caja debido a una restricción del consumo, los fondos no se invierten directamente en una ampliación de la estructura de

[183] Ver Mises (1998, p. 518).

producción, sino que se destinan a este efecto de manera indirecta cuando se produce un cambio en los precios relativos.[184]

Pasemos ahora al segundo caso en el que el aumento en los saldos reales de caja resulta de las desinversiones y la venta de bienes de capital. En este caso, los precios de los bienes de capital caen en relación con los precios de bienes de consumo, así como lo hacen los beneficios en las industrias de bienes de capital en relación con los beneficios en las industrias de bienes de consumo. Los recursos se destinan a las industrias de bienes de consumo, donde los beneficios son más elevados. La estructura de producción se aplana, volviéndose menos productiva. Cuando la estructura de producción se ajuste, se reducirá la cantidad y calidad de los bienes de consumo. Se produce un empobrecimiento de la sociedad.[185] Así pues, existen dos efectos que tendrán consecuencias distintas sobre el poder adquisitivo del dinero: el primero, el aumento en la demanda de dinero que tiende a aumentar su poder adquisitivo y, el segundo, la contracción económica que tiende a reducir el poder adquisitivo del dinero.

---

[184] Ver Huerta de Soto (2006a, p. 448) y Mises (1998, p. 518). Cabe destacar, que los empresarios que alargan la estructura de producción por medio del incremento en los saldos de tesorería producido por una restricción de los gastos de consumo dan por hecho, de forma implícita, que esta incremento en los saldos de tesorería no se revertirá hasta que se complete la ampliación de la estructura de producción. Si, por otro lado, los individuos reducen su efectivo en caja por medio del aumento de gastos de consumo antes de que se completen los nuevos proyectos, los precios de los bienes de consumo aumentan en relación con los precios de bienes de capital, lo que conlleva una reorientación de los esfuerzos de producción. Además, debemos hacer énfasis, de nuevo, en que, en un patrón de dinero mercancía, la industria de producción monetaria (es decir, la minería) aumenta con respecto a otros sectores.

[185] Ver Huerta de Soto (2006a, p. 448), pie de página 47.

Cabe señalar, que el incremento en los saldos de tesorería por incertidumbre puede tener un efecto adicional sobre la estructura de la producción. Mientras que el incremento en los saldos de tesorería cualitativos y el incremento en los saldos de tesorería por especulación per se son neutrales para el tipo de interés bruto, el incremento en los saldos de tesorería por incertidumbre tiende a ejercer un impacto sobre la curva de rendimiento y, por tanto, también sobre la estructura de producción.

Tal y como se ha mencionado anteriormente, cuando aumenta la incertidumbre, los individuos desean aumentar su posición de liquidez por medio del aumento de su saldo de tesorería.[186] Tienden a recortar de forma relativa más instrumentos de ahorro de largo plazo que los de corto plazo, pues estos últimos tienen una mayor liquidez. En tiempos de incertidumbre, la liquidez mejora al vender un bono a 10 años a fin de adquirir un pagaré más líquido. Los tipos de interés a largo plazo aumentarán en relación con los tipos de interés a plazos más cortos debido a las decisiones de inversión que tienen una mayor liquidez por objetivo. La curva de rendimiento se acentúa. En otras palabras, cuando el incremento en los saldos de tesorería surge de una mayor sensación de incertidumbre, la gente tiende a aumentar su saldo de tesorería por medio de una relativa restricción de inversiones a plazo más largo. La estructura de producción tiende a acortarse.[187]

---

[186] La animadversión a la incertidumbre explica la tendencia a que aumente la curva de rendimiento. Los individuos prefieren una mayor liquidez a una liquidez menor. Debido a la preferencia temporal, prefieren tener liquidez más pronto que tarde. Por tanto, los préstamos a corto plazo tienden a tener un rendimiento menor que los préstamos a largo plazo, los cuales son más ilíquidos.

[187] Cabe destacar que la conversión de instrumentos de ahorro a largo plazo en instrumentos de ahorro a corto plazo (bonos, préstamos, etc) no afecta necesariamente a la estructura real de producción. Es, tan solo, una

3.3 Deflación de crédito bancario

3.3.1 Deflación de crédito bancario y precios

Una contracción del crédito bancario es una reducción del volumen de créditos bancarios fiduciarios. Existen algunas definiciones[188] para clarificar el concepto. En una expansión crediticia, se conceden los créditos por medio de la emisión de medios fiduciarios. Los medios fiduciarios son sustitutos monetarios que no están respaldados por reservas de dinero per se. En un patrón de dinero fiduciario, los billetes de curso legal se consideran dinero en su sentido literal. Los depósitos bancarios son, por ejemplo, un sustituto monetario. Cuando el depósito bancario no está respaldado por efectivo, constituye

---

posibilidad viable. De hecho, pueden financiarse proyectos de inversión a largo plazo a través de préstamos o bonos rentables a corto plazo. No obstante, en una situación en la que ha aumentado la sensación de incertidumbre y no se espera que esta se reduzca a corto plazo, no está claro que los empresarios vayan a aumentar su exposición a negocios de riesgo consistentes en la financiación de proyectos a largo plazo a través de deudas a corto plazo. Es más probable, que la estructura de producción se recorte, reflejándose la incertidumbre creciente. El efecto sobre la estructura de producción también depende del tipo de incertidumbre. Por ejemplo, la incertidumbre puede aumentar de forma temporal por una catástrofe natural o puede aumentar a largo plazo por un cambio de régimen político. La incertidumbre aumenta y los proyectos a largo plazo tienden a ser más arriesgados que los de corto plazo, lo que resulta en una estructura de producción más corta. Se produce un aumento relativo en el consumo y la producción de bienes de consumo o bienes líquidos que puedan convertirse fácilmente en bienes de consumo. Hay más ahorros, que se utilizan con cautela, es decir, a corto plazo. Si los empresarios prevén un aumento del consumo en el futuro cercano, no tratarán de frenar los ahorros a corto plazo. No invertirán en proyectos que requieran mucho tiempo, sino que, más bien, invertirán en proyectos a corto plazo. La curva de rendimiento refleja estas previsiones.

[188] Con respecto a esta terminología, consultar Mises (1998, pp. 432–434).

un medio fiduciario. Y los créditos concedidos por medio de la emisión de medios fiduciarios se denominan créditos en circulación. Un banco participa en una expansión crediticia cuando concede créditos por medio de la emisión de depósitos bancarios que no están respaldados por efectivo y esta concesión de créditos no es simplemente una renovación de créditos que ya haya convertido en efectivo precios, salarios y tipos de interés.

Durante una contracción crediticia, se reducen los créditos en circulación y, consecuentemente, los depósitos bancarios. Debido a que los depósitos bancarios y los billetes son sustitutos monetarios, se reduce la oferta monetaria en su sentido más amplio (esto es, dinero per se y sustitutos monetarios). Por tanto, la contracción del crédito bancario constituye una deflación monetaria.

La contracción del crédito bancario solo puede producirse si ha habido una expansión del crédito bancario. Los medios fiduciarios, lógicamente, no pueden destruirse si no se ha producido una previa expansión del crédito acompañada de una creación de medios fiduciarios. También es lógico, que la contracción crediticia está limitada, necesariamente, por la proporción de expansión crediticia y los créditos en circulación resultantes. La expansión crediticia, por su parte, puede aumentar prácticamente sin límites.[189] Normalmente, se produce una contracción crediticia tras un auge expansionista y forma parte de la recesión.[190] Cuando se produce una expansión crediticia, el tipo de interés puede reducirse de forma artificial y se produce un auge irreal que resultará, tarde o temprano, en una recesión económica. Esta

[189] Ver Rothbard (2001, p. 867).

[190] También es concebible que se produzca una contracción crediticia sin que se produzca un ciclo económico negativo. Esto se produce cuando los cambios monetarios no alteran los tipos de interés.

es la teoría austriaca del ciclo económico (TACE), la cual explicaré en el próximo apartado.

3.3.2 Teoría austriaca del ciclo económico

A fin de entender la dinámica de una contracción crediticia durante una recesión económica, es necesario entender cómo y por qué se producen[191] los ciclos económicos, es decir los auges recurrentes y las recesiones.

El ciclo económico austriaco se debe a un aumento de la cantidad de dinero por parte del sistema bancario a través de una expansión crediticia. En una expansión crediticia, los bancos producen medios fiduciarios de la nada por medio de la concesión de créditos. El nuevo medio fiduciario se saca al mercado de préstamos y reduce los tipos de interés por debajo del nivel que habrían tenido en caso contrario. Por tanto, la expansión crediticia resulta en un tipo de interés demasiado bajo en relación con las preferencias de los participantes en el mercado.[192] Dicho de otro modo, la disponibilidad de fondos no concuerda con la preferencia de los participantes en el mercado. Debido a la reducción relativa del tipo de interés, los empresarios son propensos a pensar que ha aumentado la

---

[191] Para saber más sobre la teoría del ciclo económico austriaco ver Huerta de Soto (2006a), Caps. 5 y 6, Mises (1998), Cap. 20, o Rothbard (2001, pp. 850–879).

[192] Hülsmann (1998, p. 4) señala que esto no es necesariamente así, porque es posible que los empresarios prevean el impacto de los nuevos medios fiduciarios en los precios y lo incluyan en el tipo de interés como una prima de inflación. Los empresarios pueden subestimar, sobrestimar, o estimar correctamente los efectos de la expansión crediticia sobre los precios. Se producirá como resultado un tipo de interés artificialmente bajo solo si subestiman el efecto. Comienza el ciclo económico y se realizan inversiones erróneas.

proporción de ahorros. En consecuencia, se sumergen en nuevos proyectos de inversión, impulsando de esta forma más proyectos de inversión de los que pueden completarse con los medios de producción disponibles. Los proyectos de inversión que no habrían sido rentables sin la reducción del tipo de interés ahora sí que parecen serlo. Las reducciones en el tipo de interés tienen un efecto mayor sobre proyectos de inversión con un plazo de finalización mayor que sobre proyectos con un plazo más corto. Además, el precio de mercado de bienes de capital aumenta a medida que se reducen sus beneficios futuros debido a la disminución del tipo de interés. Por tanto, se inician proyectos de inversión que requieren un tiempo considerable para producir bienes de consumo. El quid de la cuestión aquí es que se estimula a los inversores a sumergirse en más proyectos de inversión de los que se habrían iniciado de no producirse la expansión. Actúan como si hubieran aumentado los ahorros, y demandan más bienes de capital en consecuencia.

Cuando los propietarios de factores de producción reciben su retribución con el nuevo dinero emitido y gastan sus ingresos en el ratio anterior de consumo-ahorro (es decir, no aumentan sus ahorros), se producirá un aumento relativo en la demanda de bienes de consumo. Además, se ralentiza la oferta de bienes de consumo. Ello se debe a la realización proyectos de inversión, que solo producen bienes de consumo tras un período de tiempo más largo. El aumento relativo en la demanda de bienes de consumo y la reducción relativa de su oferta permite que aumenten los precios de los bienes de consumo. En consecuencia, el aumento de los precios de bienes de consumo incrementa los beneficios en industrias de bienes de consumo en comparación con las industrias de bienes de capital. El tipo de interés aumentará nuevamente a un nivel incluso superior de lo que habría sido de no

producirse la expansión crediticia.[193] Ello se debe a múltiples razones. Cuando la expansión crediticia se detiene tras haber influido en los precios, los tipos de interés volverán al nivel anterior. Por tanto, se produce una continua presión al alza. Del mismo modo, puede incluirse una prima de precios en los tipos de interés nominal, siempre que se tenga en cuenta la inflación de precios inducida por la expansión crediticia. Además, aumentará la demanda de créditos por parte de los empresarios que se den cuenta de que no hay suficientes ahorros disponibles. Impacientes por finalizar sus proyectos de inversión, aumentarán los tipos de interés. El aumento de los tipos de interés reducirá el valor actual de los bienes de capital y hará que los proyectos de inversión que parecían rentables con los tipos de interés reducidos de forma artificial ahora no lo parezcan. Finalmente, se pueden producir pérdidas en las industrias de bienes de capital. Así, se hace evidente que no todos los proyectos de inversión que se han iniciado pueden completarse con los medios de producción disponibles y, en consecuencia, se produce una recesión.

Han de abandonarse, principalmente, aquellos proyectos de inversión que consuman mucho tiempo, es decir, los que se encuentren en las fases de producción superiores. Como consecuencia, los factores de producción se destinan a proyectos que consuman menos tiempo, a las fases inferiores de producción, que producen bienes de consumo más rápido y generan mayores beneficios. Los proyectos de inversión y las empresas entran en quiebra y se liquidan. Otras sufren grandes pérdidas. Caen los valores de capital y precios de activos. La recesión finaliza cuando los proyectos de inversión se ajustan de nuevo a la ratio consumo-ahorro preferida de los participantes en el mercado. Los escasos factores de producción de la sociedad no se han utilizado para satisfacer

---

[193] Ver Huerta de Soto (2006b, pp. 295–297).

las demandas más urgentes de los consumidores. Los bienes inconvertibles de capital están perdidos y otros bienes de capital solo pueden ajustarse a las preferencias de los consumidores, lo que conlleva elevados costes. Además, se ha perdido tiempo en este ajuste de la estructura de producción.

3.3.3 Razones de una expansión crediticia

3.3.3.1 Introducción

Durante una recesión, es probable que se produzca una contracción crediticia. No obstante, no siempre es así.[194] Una recesión podría ocurrir aún si no se produjera una contracción crediticia. Lo único que se necesita para que comience una recesión es que se ralentice el ritmo de la expansión crediticia.[195] No obstante, históricamente hablando, las

---

[194] Ver Rothbard (2000, p. 14).

[195] Ver Mises (1998, p. 566). Es posible que el auge continúe durante algún tiempo si se inyectan nuevas dosis de crédito en la economía. No obstante, se necesitan dosis de crédito cada vez más elevadas para asegurar que el auge continúe. Hay dos razones principales para ello. La primera razón puede explicarse por el hecho de que expansión crediticia empieza a circular por la economía real en algún momento, y los precios de bienes de consumo empiezan a aumentar en relación con los precios de los bienes de capital. Más concretamente, los precios al consumo aumentan por múltiples razones. En primer lugar, los precios de bienes de consumo ascienden porque se incrementan los ingresos de los propietarios de factores de producción debido a que se gasta el nuevo dinero en nuevos proyectos de inversión. Los propietarios de factores de producción gastan parte de este nuevo ingreso monetario en bienes de consumo. Además, durante la etapa del auge se realizan nuevos proyectos de inversión. Estos proyectos tardan más en producir bienes de consumo que los proyectos anteriores. Por tanto, el flujo de bienes de consumo se ralentiza y ello resulta en una tendencia a que aumenten los precios de bienes de consumo. Además, el aumento de los precios de las acciones puede

recesiones y la contracción crediticia han ido, a menudo, de la mano. En el próximo apartado, analizaré qué o quién provoca o contribuye a que se produzca una contracción del crédito.

3.3.3.2 Bancos con reserva fraccionaria y contracción crediticia

Los bancos con reserva fraccionaria pueden desencadenar una contracción crediticia. Los bancos, tal y como apunta Mises, pueden «temer el ritmo del auge y empezar a privarse de una mayor expansión crediticia (1998, p. 559)». Intentan aumentar sus reservas a fin de poder satisfacer el aumento previsto de retiradas de depósitos. Hay muchas formas de hacerlo. Pueden vender algunos de sus activos, lo que provoca una bajada de sus precios. O pueden aumentar sus reservas restringiendo el crédito en circulación.[196] Cuando se les devuelve los créditos no los vuelven a renovar o prestar.[197]

---

impulsar a los individuos a vender sus acciones y deleitarse en un mayor consumo, pues consideran que ha aumentado su riqueza real. La segunda razón principal de que se necesiten mayores dosis de crédito para mantener el auge es que el tipo de interés empieza a aumentar debido a múltiples razones explicadas anteriormente. Sin una expansión crediticia el tipo de interés volverá a su nivel de libre mercado. Del mismo modo, se invertirá una prima de precios en el tipo de interés. Los empresarios estarán dispuestos a aceptar tipos de interés más elevados y a luchar por el crédito disponible con el fin de completar los proyectos de inversión que hayan iniciado. Por tanto, se necesitan dosis cada vez más elevadas para reducir los tipos de interés de forma artificial.

[196] Ver Mises (1998, p. 564). Ver también Huerta de Soto (2006b, p. 204).

[197] Los prestatarios empresariales, desmoralizados y temerosos de una recesión, podrían desinvertir o liquidar sus proyectos de inversión por medio de la devolución de préstamos antes de la fecha establecida, lo que podría provocar, por tanto, una contracción crediticia. No obstante, cabe señalar que los bancos siempre podrían intentar crear de nuevo los medios fiduciarios, lo que nutriría la oferta monetaria a través de la nueva

Aumentan los tipos de interés para limitar la demanda crediticia. Por tanto, el dinero per se vuelve a los bancos sin que se le haya utilizado para crear medios fiduciarios y aumentan las reservas bancarias de este dinero. ¿Por qué a los bancos les preocupa siquiera el ritmo del auge? En primer lugar, los bancos saben por experiencia que, tras un auge repentino, se producirá una recesión. En segundo lugar, prevén que las empresas a las que han ayudado a obtener financiación caerán en quiebra. Los proyectos de inversión resultan no ser rentables.

En tercer lugar, se produce una recesión, por lo que los bancos se vuelven más prudentes y limitan los créditos. De la misma forma, un estallido de la burbuja de precios de activos también puede provocar una deflación de créditos bancarios. Cuando caen los precios de activos, los activos bancarios pierden valor. Esos activos se utilizaban para respaldar los créditos. Los bancos limitan los créditos a fin de mejorar su solvencia. Por tanto, Kumar y colleagues señalan: «El impacto de una caída abrupta de precios de activos sobre los balances bancarios y la demanda agregada se asocia, en ocasiones, a la deflación (2003, p. 7)».

Pero, ¿por qué los bancos limitan el crédito cuando prevén una recesión? Durante una recesión, se liquidan muchas inversiones erróneas y las empresas caen en quiebra. Para los bancos, esto implica que habrá problemas en muchos préstamos, pues sus prestatarios se han arruinado. Si los prestatarios no pueden devolver los créditos, los bancos sufrirán pérdidas. Las reservas se reducen, pues el dinero no está volviendo a los bancos. Además, otros activos bancarios pierden valor. Durante una recesión, se propaga un

---

concesión de créditos a tipos interés más bajos o a través de la adquisición de valores. En este ejemplo, son los bancos los que deciden si desean aumentar sus reservas y contraer el crédito o no (Rothbard 2000, pp. 14–15, pie de página 10).

pesimismo general y muchas empresas experimentan dificultades financieras, lo que conduce a una caída de los precios de valores y de las existencias. Otra razón de que se produzca una caída de los precios de valores y existencias es la tendencia a un aumento de los tipos de interés, que reduce su valor neto actual. Esto puede desencadenar una desconfianza en el banco, cuyos activos están perdiendo valor rápidamente. Cuando un banco experimenta pérdidas severas—en el sentido de que los activos pierden valor y no se devuelven los créditos—la ratio de reserva disminuye y los depositarios comienzan a preocuparse por la solvencia del banco e intentan retirar sus depósitos. Así pues, se produce una retirada masiva de depósitos. El banco intenta prevenir cualquier problema de liquidez a través de la restricción de créditos y el aumento de su ratio de reserva.

3.3.3.3 Bancos centrales y contracción crediticia

Los bancos centrales también pueden iniciar una contracción crediticia de forma deliberada. Tienen, básicamente, tres opciones para provocar que el sistema bancario contraiga el crédito. La primera es que el banco central aumente la cuota mínima de reserva. Si los bancos mantienen reservas inferiores a la nueva reserva mínima, tratarán, probablemente, de limitar los créditos a fin de mejorar sus reservas. Cuando se devuelven los créditos antiguos, utilizan los fondos para aumentar sus reservas y no los renuevan. Por tanto, se mantiene la nueva reserva mínima. Los bancos podrían vender activos, pero si otros bancos también lo hacen, sufrirían pérdidas. Por tanto, es probable que limiten los créditos.

El banco central cuenta con dos opciones alternativas más comunes para provocar una contracción crediticia. Una es que el banco central aumente el tipo de descuento para los valores o pagarés. Si lo hacen, los bancos deben pagar tipos de interés

más elevados, que respaldan con valores, para préstamos procedentes del banco central. Los bancos utilizan estos préstamos para expandir el crédito con el dinero que reciben del banco central. Para ser rentables, deben exigir un tipo de interés en los créditos que conceden superior al interés que deben pagar ellos al banco central. Cuando el banco central aumenta sus tipos de interés, los bancos tienen muchas opciones. Puede solicitar menos préstamos al banco central y conceder menos créditos de los que solían conceder. Esto equivale a una contracción crediticia en relación con la situación en la que los tipos de interés eran más bajos. También pueden solicitar el mismo número de préstamos al banco central, pero aumentando sus tipos de interés para seguir siendo rentables. Cuanto mayor sea el tipo de interés, menor será la demanda de créditos. Se concederá un menor número de créditos a este tipo de interés mayor. O se puede producir una combinación de ambas posibilidades. En cualquier caso, se limitan los créditos.

La última opción que tiene el banco central para provocar una contracción crediticia son las operaciones de libre mercado. El banco central puede vender valores a los bancos. Así pues, reduce el efectivo en caja de los mismos. A medida que cae su efectivo en caja, los bancos deben limitar el crédito si quieren conservar su ratio de reserva.

Queda una cuestión por resolver. ¿Por qué querría un banco central contraer el crédito? Hay muchas razones posibles y depende de la doctrina sobre la que se haya fundado el banco central. Por ejemplo, es posible que los primeros bancos centrales se formaran para conceder créditos baratos a fin de propiciar el crecimiento económico. Lógicamente, estos primeros bancos centrales rara vez limitarían el crédito. O, es posible que, en una economía con un patrón oro, el banco central se haya formado para rescatar a los bancos. Así, el banco central sirve de prestamista de último recurso y, al mismo tiempo, controla a los bancos. A fin de preservar el patrón oro, el banco central puede verse

obligado a limitar el crédito al perder sus reservas, es decir, un banco central podría querer detener la salida del oro. Del mismo modo, es posible que este banco central quiera restaurar una divisa depreciada a su antiguo patrón de especie.[198] Al limitar el crédito, se reduce la cantidad de medios fiduciarios y aumentan los tipos de interés. El aumento de los tipos de interés resulta en la importación de oro y el aumento de los ahorros. Como consecuencia, se exportan los bienes de consumo y se reducen las importaciones. La reducción de los medios fiduciarios produce una presión a la baja sobre los precios.

El mismo caso se da en una divisa fiduciaria cuando el banco central quiere una divisa más sólida. Al limitar los créditos, se ejerce una presión a la baja sobre los precios o, en otras palabras, los precios no son tan elevados como lo habrían sido de no haberse producido esta contracción crediticia. Hay una tendencia a la reducción de precios. Esto se anticipará en el cambio de divisas y la tasa de cambio de las mismas.

Además de estas doctrinas, se han propuesto otras razones por las que un banco central puede restringir el crédito. Una de ellas es que el banco central deba dirigir o coordinar algún elemento de la economía. Este banco debería proporcionar un nivel estable de precios de consumo e impulsar el crecimiento económico sin poner en riesgo la estabilidad de precios.

Si los recursos se mantienen inactivos, una expansión crediticia sería beneficiosa para ponerlos en funcionamiento. La producción aumenta y la inflación de precios no supone un problema. En otras palabras, cuando la economía se debilita, el banco central debe estimularla por medio de la disminución de tipos de interés y la expansión crediticia. No obstante, si los recursos se utilizan completamente, puede darse una

---

[198] Ver Salerno (2003, p. 86).

presión inflacionaria sobre los precios de bienes de consumo. Por tanto, si la economía está experimentando un auge o «creciendo demasiado rápido», se espera que el banco central limite el crédito a fin de frenar la inflación económica. Así pues, el banco central puede aumentar sus tipos de interés durante un auge expansionista. No obstante, es posible que esto tan solo resulte en una caída del tipo de expansión crediticia.

Milton Friedman propone otra doctrina sobre el banco central. Él recomienda aumentar la cantidad de dinero a un ritmo estable independientemente de los ciclos económicos con el fin de alcanzar un nivel estable de precios de productos finales.[199] El banco central que siga el consejo de Friedman tendrá que limitar el crédito en caso de que la oferta monetaria aumente más rápido del ritmo prescrito.

Una última razón de que el banco central restrinja el crédito es el miedo a que impere un sistema bancario insostenible. Esta razón se basa en la doctrina del banco central como prestamista de último recurso y regulador del sistema bancario. La política monetaria restrictiva está pensada para mejorar la estabilidad del sistema bancario o prevenir su colapso. Durante una recesión con numerosas quiebras y un colapso de precios de activos es posible que los depositantes pierdan la confianza en la solvencia de sus bancos. Quizás intenten retirar sus depósitos. Es posible que se produzca una retirada masiva de depósitos. El colapso de un solo banco puede provocar desconfianza también en otros bancos. Es posible que los bancos hayan concedido créditos a las entidades bancarias que han colapsado. Estos créditos se echan a perder. Por tanto, la retirada masiva de depósitos puede propagarse y tumbar todo el sistema de banca con reserva fraccionaria. Naturalmente, el banco central tratará de

---

[199] Ver Friedman (1969, pp. 46–48).

prevenirlo proporcionando liquidez a los bancos que se encuentren bajo presión. Esto podría tener efectos secundarios, como una presión inflacionaria. Así pues, los bancos centrales quieren evitar una situación en la que deban salvar el sistema. Cuando consideran que un auge económico se está yendo de las manos, inducen una contracción crediticia que aumenta las reservas y, por tanto, la estabilidad del sistema bancario.

3.3.3.4 Depositantes y contracción crediticia

También los depositantes pueden provocar una contracción crediticia. Una posibilidad es que los clientes bancarios empleen una mayor parte de su dinero fuera del sistema bancario.[200] No utilizan el sistema bancario, sino que pagan en efectivo. Pagan más en efectivo que con tarjetas de crédito, cheques, etc. Así, los bancos tienen menos dinero per se para ampliar los créditos. En consecuencia, tienen que restringir los créditos a fin de mantener su ratio de reserva.

Otra posibilidad es que los depositantes pierdan la confianza en sus bancos. Es posible que retiren sus depósitos originales o los depósitos que han creado los bancos. Intentan convertirlos en efectivo.[201] Esta pérdida de confianza puede darse por el temor de una recesión económica por parte de los depositantes, o el temor de que los bancos mantengan préstamos fuertemente especulativos o, incluso, no productivos.[202] Como consecuencia de la retirada, los bancos han de limitar los créditos a fin de conservar su ratio de reserva.

---

200 Ver Huerta de Soto (2006b, p. 204).
201 Ver Salerno (2003, p. 86).
202 Ver Thornton (2003, p. 7).

Una situación parecida, si bien más radical, se produce cuando los depositantes reducen directamente la cantidad de depósitos en masa, lo que provoca una retirada masiva de depósitos bancarios. Durante una retirada masiva de depósitos, los bancos deben liquidar sus créditos y otros activos de forma inmediata a fin de pagar los depósitos. Por tanto, reduce la cantidad de medios fiduciarios. Adquieren efectivo por medio de la venta de sus activos, los que provoca una caída profunda de su precio. Facilitan dinero a los depositantes mientras los depósitos empiezan a menguar. Cuando el banco cae en quiebra, se liquidan sus activos para satisfacer las exigencias de los depositantes. Las exigencias que no pueden satisfacerse simplemente desaparecen. Estos medios fiduciarios dejan de formar parte de la oferta monetaria. La retirada masiva de depósitos puede propagarse cuando los depositantes comienzan un pánico bancario. Sin la intervención de un banco central, podría desaparecer una proporción notable de los medios fiduciarios.

3.3.4 Contracción crediticia como proceso acumulativo

Una contracción crediticia recesiva puede convertirse en un proceso acumulativo.[203] Si se restringen los créditos, las empresas que dependen de una continua expansión crediticia experimentarán dificultades financieras. Si las empresas entran en quiebra, los balances de los bancos se deteriorarán. Los precios de activos tenderán a caer, pues muchas empresas tendrán dificultades financieras. Además, los bancos empezarán a vender activos a fin de aumentar las reservas. A medida que caigan los precios de activos, se

---

[203] Con respecto a este proceso, consultar la teoría de la deflación de deuda de Fisher (1945, pp. 122–123) o Huerta de Soto (2006b, p. 353).

reducirá también la garantía que puedan ofrecer las empresas a la hora de pedir nuevos créditos. Su valor neto se desplomará, pues sus obligaciones siguen siendo nominalmente constantes y el valor de sus activos está cayendo. En consecuencia, los bancos exigirán tipos de interés más elevados. Los tipos de interés más elevados reducen el valor neto actual de los activos y por tanto, resultan en una mayor caída de precios de activos. Podría resultar, incluso, en una crisis crediticia grave, crisis en la que nadie estará dispuesto a conceder más créditos, porque no hay certeza de que estos se devuelvan. Ante el temor de que otros bancos con reserva fraccionaria se vuelvan insolventes, los bancos con reserva fraccionaria ya no se concederán préstamos unos a otros. Esto continuará en una espiral a la baja de más dificultades financieras, bancarrotas y una mayor caída de precios de activos.

Además, durante una recesión, es posible que los individuos traten de aumentar su saldo de tesorería,[204] lo que resultaría en una lucha por obtener liquidez. A medida que los individuos retuvieran su efectivo, podría propagarse el pesimismo sobre el futuro y ello ejercería, consecuentemente, una presión a la baja sobre los precios. La contracción crediticia también se añade a esta presión. Las empresas cuyos ingresos de venta caigan más rápido que sus costes de adquisición experimentarán dificultades. Aumentará su carga real de deuda. Este deterioro de los balances dificultará que estas empresas obtengan créditos futuros. Las empresas que no puedan pagar sus deudas caerán en bancarrota. La dificultad de venta a fin de liquidar la deuda ejercerá más presión a la baja sobre los precios. Estas quiebras se añaden al pesimismo, al aumento de la demanda de efectivo en caja y al deterioro de los balances. Los

---

204 Ver Rothbard (2000, p. 15).

trabajadores perderán su empleo temporalmente debido a las bancarrotas. Si el mercado laboral está regulado y es inflexible, el desempleo podría durar todavía más. Esto también se añadirá al pesimismo y aumentará la demanda de efectivo en caja.

Tal y como se ha mencionado anteriormente, esto también es problemático para el sector bancario, el cual puede nutrir la espiral descendente. Los precios de los activos caen, los préstamos se vuelven problemáticos, los depositantes retiran dinero de sus depósitos y empiezan a desconfiar del sistema bancario. Se puede producir una retirada masiva de depósitos que resulte en un pánico bancario. Se limitan los créditos y se suprimen los medios fiduciarios. Todo ello, amén de la restricción del crédito por parte de bancos todavía líquidos, se añade a la presión a la baja sobre los precios. Además, causa dificultades para las empresas que necesiten nuevos créditos y aumenta el pesimismo. A medida que disminuyen los precios, las deudas reales y la demanda monetaria siguen aumentando. Los precios de los activos, por su parte, se reducen todavía más, lo que resulta en más quiebras, etc.

¿Cuándo termina esta espiral a la baja en un libre mercado? En un libre mercado, la espiral a la baja termina cuando se da una serie de condiciones. Los precios han caído hasta el nivel previsto y el diferencial de precios entre los ingresos de compra-venta ha aumentado nuevamente. «[L]os precios y salarios han alcanzado un nivel tan bajo que la gente da por hecho que no caerán más (Mises 1998, p. 567)». Se han liquidado las inversiones erróneas y la estructura de producción se ha adaptado a las necesidades más urgentes de los consumidores.[205] Se han purgado los bancos con

[205] Tal y como señala Mises, este proceso de adaptación podría retrasarse por factores psicológicos: «El proceso de reajuste, incluso en ausencia de una nueva expansión crediticia, se ralentiza por los efectos psicológicos de

reserva fraccionaria. Los acreedores que se han beneficiado de la deflación de precios aumentan sus inversiones y gastos al ver el aumento de la diferencial de precios. Los precios de activos empiezan a aumentar de nuevo, pues empiezan a aparecer empresas que no necesitan medios fiduciarios y que se encuentran en consonancia con las preferencias de los consumidores. Las empresas supervivientes se ven liberadas de la competencia de las empresas marginales que han entrado en quiebra. El pesimismo desaparece.

Pero, ¿es posible que la espiral de expectativas alcance un «equilibrio de libre mercado»? Tal y como señala Hülsmann: «La gente podría entrar en pánico y aferrarse a su dinero incluso cuando los precios hayan alcanzado un nivel tan bajo que merecería la pena empezar a gastar dinero nuevamente (2003a, p. 56)». No parece muy probable que se diera este escenario en el que los empresarios no aprovecharan las oportunidades de beneficio. No obstante, aunque sea muy improbable, es concebible. Tal y como señala Mises: «Ellos [los individuos] han perdido momentáneamente la confianza en sí mismos y el espíritu empresarial hasta tal punto de que fracasan, incluso, en aprovechar buenas oportunidades (1998, p. 576)». Si se da este caso, los precios seguirán cayendo, lo que resultará en menos billetes y monedas y, con el tiempo, debido a la competencia monetaria, en uno o más medios de intercambio nuevos. El problema real con este escenario es la palabra «rebasamiento», pues implica que la deflación está yendo demasiado lejos[206]. La cuestión es qué

---

la decepción y la frustración. Los individuos tardan en liberarse de su autoconcepción de falsa prosperidad. Los hombres de negocios intentan mantener proyectos no rentables; cierran los ojos ante una percepción dolorosa. Los trabajadores retrasan la reducción de sus exigencias al nivel que requiere el estado del mercado; quieren, si es posible, evitar reducir su nivel de vida y cambiar su profesión y lugar de residencia (1998, p. 576)».

[206] Por ejemplo, Rothbard utiliza el término (2001, p. 867).

se entiende por ir demasiado lejos. Como mínimo, desde el punto de vista de los individuos más prudentes, este proceso debe completarse totalmente. Además, cabe señalar, en primer lugar, que una contracción no puede producir «ni inversiones erróneas ni sobreconsumo. No quedan cicatrices a largo plazo. Cuando termina la contracción, el proceso de reajuste no necesita compensar las pérdidas causadas por el consumo de capital». (Mises 1998, p. 565).

No se producirá una ampliación artificial de la estructura de producción que haría necesaria una liquidación de proyectos de inversión. No se desperdician bienes de capital inconvertibles como ocurre en un auge artificial cuando estos no se utilizan en consonancia con las exigencias más urgentes de los consumidores. La estructura de producción puede acortarse con respecto a la estructura de producción que habría prevalecido de no haberse producido el auge, lo que reflejaría el pesimismo y la pérdida de bienes de capital inconvertibles. No obstante, puede inducir a error afirmar, tal y como lo hace Rothbard, que «[E]s posible que el proceso deflacionario pueda desmoronar el equilibrio de libre mercado y aumentar el diferencial de precios y el tipo de interés que encuentra por encima de él (2001, p. 867)». ¿Qué tipo de equilibrio de libre mercado es aquel que no tiene en cuenta el estado psicológico, el pesimismo, la sensación de incertidumbre y las expectativas y sentimientos de los participantes en el mercado? Naturalmente, estos factores influyen en las preferencias temporales y, en consecuencia, en la estructura de producción. También influyen en el tipo de productos que se generan. Rothbard está comparando el estado prevalente tras una recesión con un statu quo hipotético, asumiendo un estado de ánimo de los participantes en el mercado distinto al que realidad tienen. Obviamente, esto supone un problema. Un individuo podría siempre aludir a un estado hipotético y afirmar que es errónea la situación actual de las expectativas de futuro. Ese individuo podría afirmar, en todo momento, que debería

prevalecer un mayor optimismo de cara al futuro y, por tanto, que debería darse un menor consumo y un mayor ahorro. Pero ¿en qué se basa un científico para juzgar errónea una perspectiva sobre el futuro? Lo importante es lo que pase en el mercado de acuerdo con el estado actual de optimismo o pesimismo.

Desde el punto de vista de los participantes en el mercado, la deflación no está rebasando el supuesto equilibrio de libre mercado, sino que, más bien, está llegando a su fin. Llegará hasta el punto donde la gente considere que merece la pena empezar a gastar dinero nuevamente. Los individuos se ven afectados en sus previsiones por factores subjetivos tales como el miedo, el pesimismo, la auto traición, el hecho de no aceptar la necesidad de reducir su nivel de vida y el desánimo. La necesidad de enfrentarse a sus miedos y no arriesgar demasiado es importante para ellos. Desde su perspectiva, no merece la pena gastar. No hay nada irracional en ello. La deflación continuará hasta el punto considerado óptimo desde el punto de vista de los participantes en el mercado.

Cabe recordar que una deflación de crédito bancario y una espiral deflacionaria solo pueden producirse tras una expansión de crédito bancario. Se ha producido un desajuste en la estructura de producción o, dicho de otro modo, una descoordinación intertemporal en la sociedad. El aumento de deudas a pasos agigantados debe resultar en un reajuste que puede llevarse a cabo de dos formas. Una de ellas, explicada anteriormente, es el reajuste por medio de impagos y bancarrotas. Es una forma dolorosa para los individuos que han invertido erróneamente, pero es rápida y eficiente. Favorece a los ahorradores y a la gestión prudente de los recursos. Es educativa y termina la especulación febril del auge que había corrompido los valores morales. Es el tipo de deflación que se produciría en el libre mercado.

La segunda alternativa es la depreciación de la divisa en la que ha de pagarse la deuda, es decir, la inflación monetaria.

Dicho de otro modo, la intervención estatal podría acabar con la espiral a la baja por medio del apoyo a las inversiones erróneas y al sistema de banca con reserva fraccionaria. Naturalmente, esta intervención estatal tiene consecuencias notables. El banco central debe iniciar otra expansión crediticia o aumentar la oferta monetaria a fin de detener o prevenir una espiral deflacionaria. Esto dificulta una liquidación rápida de inversiones erróneas y del sistema bancario. Esta intervención también evita que la estructura de producción se adapte las exigencias más acuciantes de los consumidores y resulta en nuevas inversiones erróneas y un nuevo auge artificial. Hace posible, además, que se produzca una mayor redistribución a través de un sistema expansionista de banca con reserva fraccionaria. Finalmente, perpetúa la corrupción moral a través de préstamos baratos, consumo excesivo y especulación febril. Cuando acabe la hiperinflación, no solo puede haber destruido los ahorros sino también las virtudes tradicionales de una generación completa.[207]

3.4 Deflación fiduciaria

3.4.1 Deflación fiduciaria y precios

También el gobierno puede provocar una deflación de precios. Hablamos de deflación fiduciaria cuando la caída de precios está provocada por una vulneración de los derechos de propiedad. Existen, al menos, tres tipos de deflación fiduciaria: deflación por decreto sobre precios, deflación monetaria coercitiva y deflación de moneda de curso legal.

---

[207] Ver Hülsmann (2006) para consultar los efectos desmoralizadores de una inflación de dinero fiduciario.

3.4.2 Tipos de deflación fiduciaria

3.4.2.1 Deflación por decreto sobre precios

La deflación por decreto sobre precios se produce cuando el gobierno impone restricciones en los precios. Estas restricciones consisten en aplicar precios máximos en la economía menores a los precios que imperan en ese momento. En este caso, por ejemplo, el gobierno decreta una reducción de un 10% en todos los precios. (O puede decretar también una reducción de precios más considerable). En un mercado libre, forzar una caída de precios por debajo de su nivel de liquidación provocará déficits. Con estos precios más bajos, habrá más compradores que vendedores. En una situación como esta, en la que las restricciones sobre los precios sustituyen al mecanismo de precios de un libre mercado, se emplearán otros métodos para distribuir los bienes escasos. Entre estos métodos se encuentran la formación de colas frente a las tiendas, la amistad u otros medios de pago no monetarios. Además, se reducirían las inversiones en la producción de estos bienes y se producirían desinversiones.[208] No obstante, el decreto del gobierno sobre los precios puede amortiguar o eliminar los efectos de una intervención previa en la que se haya equilibrado los precios de forma artificial. Si, por ejemplo, el gobierno le hubiera dado privilegios a los sindicatos de manera que los salarios se tornaran rígidos y ello resultara en unos salarios superiores al precio de liquidación del mercado, el decreto del gobierno de reducir los salarios (más que otros precios) podría disminuir el problema del desempleo. Naturalmente, el gobierno nunca

---

[208] Para consultar los efectos de los precios máximos, ver Mises (1998, pp. 762–68).

tendrá el conocimiento para llegar a los precios que habrían imperado en el libre mercado.[209]

3.4.2.2 Deflación monetaria coercitiva

El caso de deflación monetaria coercitiva es aquel en el que el gobierno confisca o destruye el dinero o los sustitutos monetarios.[210] Se reduce la oferta monetaria por imposición estatal. Existen tres tipos de deflación monetaria coercitiva: deflación confiscatoria, deflación fiscal y deflación de bonos.

Deflación confiscatoria

En una deflación confiscatoria el gobierno expropia el dinero o sus sustitutos y lo congela o destruye. La oferta monetaria se reduce. Algunos ejemplos históricos de deflaciones confiscatorias son la de Alemania en 1948,[211] la de Brasil en

---

[209] Con respecto a los problemas de conocimiento de un organismo central, ver, por ejemplo, Huerta de Soto (2001, pp. 87–103).

[210] Cabe destacar que, en teoría, los individuos pueden destruir su dinero de forma voluntaria. Por ejemplo, el uso de dinero mercancía en la producción industrial puede transformarse hasta el punto en el que los individuos ya no lo consideren lo suficientemente importante para utilizarlo. Por ejemplo, cuando en una economía de patrón oro, se envía a Marte un cohete cargado de piezas de oro, es probable que se considere este oro como perdido. Sin embargo, esta deflación monetaria de libre mercado no tiene relevancia práctica, pues nunca se ha producido una tan abrupta como para resultar en una deflación de precios. Respecto a este tema, ver también Hülsmann (2003a, p. 55).

[211] Tal y como señala Hülsmann (2003a, p.55), la deflación confiscatoria forma parte, a menudo, de reformas monetarias cuando se confisca el antiguo dinero y se destruye de manera parcial sin ser transformado en dinero nuevo. Este fue, por ejemplo, el caso de la reforma monetaria alemana de 1948.

1990, la de la antigua Unión Soviética en 1990, la de Argentina durante los años 80, la de Ecuador a finales de los años 90 y la de Argentina en el año 2001. A menudo se impone una deflación confiscatoria en la economía tras la supresión de una inflación abrupta. Por tanto, una deflación confiscatoria instigada tras una inflación es, tal y como señala Rothbard, una «destrucción por partida doble de los derechos de propiedad, la segunda en nombre del libre mercado y de 'la lucha contra la inflación' (1995, p. 239)».[212] Salerno, por su parte, afirma: «[La deflación confiscatoria] viola los derechos de propiedad, distorsiona el cálculo monetario y socava el intercambio monetario(2003, p. 96)». La deflación confiscatoria altera la economía de mercado, pues los individuos desean seguir utilizando el dinero. Quieren intercambiarlo y hacer cálculos con él, pero no pueden si éste se ha confiscado. No ven apropiado utilizar otro tipo de medios de intercambio. Sin embargo, podrían verse obligados a utilizar estos medios conforme se les impida utilizar el dinero.

Deflación fiscal

En una deflación fiscal, el gobierno recauda impuestos y, o bien destruye los ingresos fiscales o bien los utiliza para aumentar las reservas bancarias. La oferta monetaria se

---

[212] Existe un caso hipotético en el que una deflación confiscatoria impulsada tras una inflación no constituye una destrucción de la propiedad por partida doble. Si el gobierno creara dinero y se lo diera a la gente para luego confiscarlo de nuevo antes de que se lo gastaran, la inflación y la deflación no tendrían efecto alguno y se invalidarían mutuamente. No obstante, si la inflación sigue su curso y los receptores del nuevo dinero no son a los que se les confisca el dinero, o si existe una diferencia entre el dinero recibido y el confiscado, se produce una redistribución que afecta a la economía real.

reduce y se produce una presión a la baja sobre los precios. La deflación fiscal es parecida a la deflación confiscatoria. La diferencia es que una deflación confiscatoria es, normalmente, una medida puntual. La deflación fiscal, por su parte, suele ser continua. A través de la recaudación, el gobierno recoge, en primer lugar, el dinero y , en un segundo paso, lo destruye. La recaudación de impuestos tiene los mismos efectos adversos que tiene la deflación confiscatoria sobre la cooperación mercantil.

Suponiendo ingresos fiscales constantes, surge otra cuestión sobre si la deflación fiscal sería menos perjudicial que en el caso de utilizar el dinero fiscal para otros menesteres. O, dicho de otro modo, ¿Qué es más perjudicial? ¿Destruir el dinero recaudado o gastarlo? La recaudación de impuestos perjudica a la economía de libre mercado por partida doble: en primer lugar, cuando se reducen los ingresos y los activos de los participantes en el mercado; y en segundo lugar, cuando el gobierno gasta los impuestos para obtener recursos y cambiar incentivos. En una deflación fiscal no se produce este último caso. Por tanto, es menos perjudicial destruir lo recaudado que gastarlo.

El siguiente es un caso típico de deflación fiscal: durante un período de guerra en un patrón oro, se obliga a los bancos a financiar los gastos del gobierno y a adquirir bonos de estado. Los bancos, por tanto, pierden sus reservas de oro. En algún momento el gobierno suspende el pago en especie. Tras la guerra, se utiliza la deflación fiscal para reanudar el pago en especie en un patrón oro. Dicho de otro modo, la deflación fiscal podría utilizarse para mejorar la liquidez del sistema bancario. Tras la guerra, el gobierno utiliza los impuestos para pagar bonos de oro a los bancos y estos utilizan el oro para aumentar sus reservas; es decir, no conceden nuevos créditos con las reservas de oro. Por tanto, se reduce la cantidad de medios fiduciarios (así como la oferta monetaria en su sentido más amplio) y se puede reanudar el pago en especie.

En este contexto, cabe destacar que la deflación fiscal también puede ser una forma de lograr un patrón oro al 100%. Joseph Salerno propone un plan en el que el Tesoro Público otorga fondos fiscales, almacenados en el banco central, a los bancos, que, a su vez, aumentarán su ratio de reserva (2003, p. 92). Por tanto, las ratios de reserva de los bancos aumentan hasta alcanzar el 100%. Cuando los depósitos a la vista están 100% respaldados por las reservas, el dólar se tornará convertible en el oro del Sistema de Reserva Federal. En este proceso, la cantidad de oro disponible en la Reserva Federal se divide por la cantidad de dólares pendientes a fin de definir el nuevo dólar de oro. Salerno también contempla en su plan la ventaja de la deflación fiscal mencionada anteriormente (2003, pp. 92–94). En una deflación fiscal, el Tesoro Público tiene menos dinero para gastar en términos nominales. Los consumidores de impuestos, es decir, los beneficiarios de impuestos netos, reciben menos dinero de los impuestos, ya que éste se destruye, y están, por tanto, en peor posición económica. Los productores de impuestos, es decir, los depositantes de impuestos netos, se encuentran en mejor posición, pues si bien han pagado la misma cantidad de impuestos, los precios son más bajos de lo que habrían sido de no haberse destruido el dinero. Pueden competir más fácilmente con los consumidores de impuestos por los recursos, pues éstos tienen menos dinero. Los recursos se redistribuyen hasta cierto punto de los consumidores de impuestos a los productores de impuestos. Salerno denomina este efecto como el «efecto rabattage» de la deflación fiscal. Concluye, que «[E]n resumen, a un nivel dado de recaudación de impuestos, la deflación fiscal aligera la carga fiscal en la economía de mercado y disminuye el caos de cálculo endémico de los gastos estatales, mientras que la financiación inflacionaria intensifica la carga fiscal y promueve la propagación del caos de cálculo (2003, p. 95)».

La hipótesis fundamental del razonamiento de Salerno es el nivel dado de recaudación de impuestos. Una vez recaudados

los impuestos, es menos perjudicial destruir el dinero que gastarlo. No obstante, esos impuestos se recaudan con el fin de destruir el dinero que disminuye el bienestar social, porque los individuos habrían destruido el dinero por sí mismos si hubieran querido. Por ende, se ven obligados a aceptar los resultados de esas acciones.

Deflación de bonos

El último tipo de deflación monetaria coercitiva es una deflación de bonos. En este caso, el gobierno toma prestado dinero del público y lo destruye.[213] Otra posibilidad es que el gobierno utilice el dinero prestado para aumentar las reservas de un banco, normalmente un banco central. El gobierno le da dinero al banco central sin que éste lo ponga de nuevo en circulación. La cantidad de medios fiduciarios (y la oferta monetaria en su sentido más amplio) se reduce. La reducción de la oferta monetaria resulta en una tendencia a la caída de precios.

El gobierno devolverá los bonos por medio de impuestos futuros. Por tanto, este tipo de deflación se basa también en la fuerza gubernamental. A lo largo de la historia, los gobiernos han utilizado este tipo de deflación tras períodos inflacionarios con el fin de devolver una divisa a su antigua paridad. Es perjudicial para la economía porque aumenta la carga fiscal en el futuro. También puede ejercer una presión a la baja sobre los precios. Los empresarios que no hayan previsto esa presión a la baja sufrirán pérdidas. Por otra parte, se verán beneficiados aquellos empresarios que hayan previsto el intento gubernamental de volver a la antigua paridad y, de esta forma, cumplir con contratos antiguos.

---

[213] Ver Mises (1998, p. 564).

Otro efecto de una deflación de bonos es que ésta aumenta el tipo de interés en el mercado, si sus efectos no se incluyen en una prima negativa de precios. Podría resultar más sencillo prever los efectos que tiene una deflación de bonos sobre los precios que los efectos de una expansión crediticia, pues esta última se considera beneficiosa. Existe la falsa concepción de que la disminución de los tipos de interés no causaría problema alguno[214]. La deflación de bonos suele considerarse perjudicial y sus efectos sobre los precios podrían preverse con exactitud, pues normalmente el gobierno anuncia su intención de destruir el dinero.

Pero supongamos, por el bien del argumento, que la deflación de bonos resulta en tipos de interés nominal más elevados. Un primer efecto es que, a medida que aumentan los tipos de interés, se reducen los bonos privados. Las empresas que quieren emitir bonos deben pagar tipos de interés más elevados. Un segundo efecto se refiere a los posibles efectos surgidos tras una expansión crediticia. Si el tipo de interés se ha reducido de forma artificial mediante una previa expansión crediticia, la deflación de préstamos puede compensar esta reducción. Esto acelera la recuperación necesaria y la liquidación de inversiones erróneas. También es posible que una deflación de bonos resulte en un aumento artificial del tipo de interés.[215] Este es el caso, por ejemplo, en el que una circulación de crédito ya ha afectado a los precios y salarios. Los empresarios que dependan de la presencia de crédito en circulación experimentarán dificultades financieras y la estructura de producción se acortará de forma temporal.

---

[214] Ver Hülsmann (1998).
[215] Ver Huerta de Soto (2006b, p. 350).

3.4.2.3 Deflación de moneda de curso legal

El último caso de deflación fiduciaria es la deflación de moneda de curso legal[216].

> Una moneda de curso legal es un bien económico (normalmente un medio de intercambio) que puede utilizarse para liquidar deudas contractuales incluso si el contrato estipulaba la liquidación por medio de otro bien (normalmente otro medio de intercambio) (Hülsmann 2004, p. 34).

Así pues, las leyes de moneda de curso legal «establecen una equivalencia impuesta (equivalencia fiduciaria) entre el medio privilegiado de intercambio—la moneda legal— y otro medio de intercambio (Hülsmann 2004, p.37)». Cuando esta equivalencia impuesta no se corresponde con el tipo de cambio que prevalece entre los medios de intercambio del libre mercado, se aplica la ley de Gresham. El dinero sobrevalorado de forma legal expulsa del mercado al dinero infravalorado también de forma legal. Supongamos un caso de bimetalismo (que es, por supuesto, un caso peculiar). Supongamos que el oro y la plata son monedas de curso legal y que el tipo de cambio en el libre mercado es de 1/15. El tipo de cambio fiduciario es también 1/15. Mientras que no se altere el tipo de cambio del libre mercado, todo va bien. Pero, ¿qué ocurre si el tipo de interés del libre mercado cambia a 1/16? Los individuos dejan de utilizar entonces el metal infravalorado, en este caso el oro. Aquellos que posean 31 gramos de oro pagarán con 461 gramos de plata, la cual podrían haber adquirido en el libre mercado con 1/16 31 gramos de oro. La gente dejará de pagar con oro, lo atesorará (o exportará) y pagará con plata. Así pues, las leyes de moneda de curso legal conllevan una inflación y deflación

[216] Con respecto a las leyes de moneda de curso legal y deflación, ver Hülsmann (2004).

simultáneas (Hülsmann 2004, p. 34). El dinero sobrevalorado de forma legal se produce y almacena en cantidades mayores que en el libre mercado. Sin embargo, se produce una deflación de otros medios de cambio, que se han infravalorado de forma legal. En cierta medida, todos estos productos, o algunos de ellos, dejan de ser medios de cambio; es decir, se contrae su oferta como medio de cambio. Hasta cierto punto, se convierten en bienes de consumo y producción en lugar de seguir siendo medios de cambio, y estos bienes pueden exportarse. Por tanto, disminuye la oferta total de medios de cambio en la economía. Se utiliza el medio de cambio o dinero sobrevalorado para todos los intercambios, incluidos aquellos que se habían realizado previamente con el medio de cambio infravalorado. Se utilizan menos medios de intercambio de los que se habrían utilizado en el libre mercado. Esta reducción de la oferta total de los medios de cambio resulta en precios más bajos de los que imperarían si no existiera la deflación de moneda de curso legal. Existe una tendencia a la deflación de precios. Tal y como señala Hülsmann: «De ahí que las leyes de moneda de curso legal fuercen a los participantes en el mercado a adaptarse a reducción del nivel de precios relativamente abrupta (2004, p. 39)».

Por ejemplo, en una economía con dinero metálico en la que el gobierno deprecia las monedas, los precios pueden ser, temporalmente, más bajos de lo que habrían sido sin esa depreciación. Normalmente, el gobierno no puede depreciar todas las monedas a la vez, pues la producción de las monedas depreciadas lleva tiempo. Por tanto, la oferta monetaria se torna heterogénea. La ley de moneda de curso legal equilibra las monedas depreciadas y las antiguas monedas metálicas de valor completo. Así pues, se aplica la ley de Gresham. Se atesorarán (o exportarán) las antiguas monedas y solo se utilizarán para los intercambios las nuevas monedas depreciadas. Las monedas atesoradas se deprecian en el sentido de que ya se las utiliza como medio de cambio.

Tabla 3.1 Una taxonomía de deflación

Origen	Libre mercado	Reacción del libre mercado a la expansión crediticia	Gobierno
Lado monetario	Deflación por incremento en los saldos de tesorería	Deflación de crédito bancario	Deflación monetaria coercitiva • Confiscatoria • Fiscal • De bono Deflación de moneda de curso legal
Lado de bienes	Deflación de crecimiento	–	Deflación por decreto sobre precios

Por tanto, la oferta monetaria se reduce: se produce una deflación monetaria. Por supuesto, se produce el efecto contrario sobre los precios. La depreciación aumenta la oferta monetaria. Debido a que la producción de las nuevas monedas lleva algo de tiempo, es posible que, en un principio, la deflación de precios se produzca de forma repentina y pausada. Posteriormente, los precios empezarán a aumentar nuevamente por la inyección de nuevas monedas depreciadas.

La deflación fiduciaria de moneda de curso legal tiene un efecto interesante. Hülsmann señala que, si no se prevé la deflación de precios, existe un incentivo para sustituir los medios de cambio en decadencia por moneda de crédito y banca con reserva fraccionaria. Esto es así, porque la moneda de crédito y la expansión crediticia facilitan la previsión de flujos de ingresos más elevados: «Por tanto, los vendedores tienen un incentivo para aceptar muchos más medios fiduciarios a cambio de sus bienes y servicios de los que habrían aceptado en caso contrario (2004, p. 40)». Naturalmente, la expansión crediticia podría resultar en problemas de liquidez para el sistema bancario. No obstante,

este problema se solucionará si los participantes en el mercado aceptan voluntariamente un mayor pago con medios fiduciarios, dejan de utilizar dinero per se fuera del sistema bancario y comienzan a utilizar papel moneda y métodos de pago sin efectivo. La cuestión de si funciona o no este acuerdo voluntario dependerá de las circunstancias históricas específicas. Así pues, es posible que las leyes de moneda de curso legal promuevan la banca con reserva fraccionaria debido a sus efectos deflacionarios. La tabla 3.1 resume la taxonomía de deflación desarrollada en este capítulo.

Capítulo 4
Consecuencias y mitos con respecto a la deflación

4.1 Consecuencias de la deflación

4.1.1 Caída de precios y acción humana

Con el fin de entender las consecuencias de una deflación de precios, han sido muchos los economistas que se han centrado en un agregado macroeconómico: los niveles de precios. Han tomado en consideración sus descensos y su relación con otros agregados como el producto interior bruto (PIB). Sin embargo, esta forma de proceder obstaculiza la percepción de consecuencias que no tienen nada que ver con estos agregados, relativamente significativos. Dicho de otro modo, los agregados alteran el análisis de la acción humana individual. Son las acciones humanas individuales las que derivan, en primer lugar, en intercambios de cosas y, con ello, en relaciones de intercambio, es decir, en precios. El análisis de los movimientos de un nivel de precios estadístico dificulta el análisis de las consecuencias de los cambios de precios individuales sobre la acción humana. Para entender las consecuencias de una deflación de precios, es necesario analizar las consecuencias de una reducción en los cambios de precios individuales. Esto es lo que implica realmente una deflación de precios: la caída de una parte significativa de precios individuales. Naturalmente, los precios son siempre el resultado de un proceso complejo de mercado. Es esta dinámica de interacciones humanas la que permite

determinar qué precios caen primero, cuáles caen más tarde, cuáles caen más rápido, cuáles más despacio y hasta qué nivel. La cuestión de qué compañías o individuos obtendrán más o menos ingresos durante una deflación de precios depende de esta dinámica.

Esta dinámica es lo contrario a la dinámica del efecto Cantillon. Cuando, por ejemplo, el gobierno confisca o destruye dinero que se habría utilizado para adquirir coches, los precios de los coches caen y se contrae la industria automovilística. Los trabajadores y empresarios de la industria automovilística tendrán menos dinero para gastar. Sus demandas monetarias se reducirán y ello resultará en una caída de precios en otras áreas específicas de la economía. De este modo, la caída de precios se propaga por la economía en su conjunto. Los recursos de la industria del automóvil y de las industrias —donde los precios hayan caído más— se destinarán a industrias donde se haya producido una caída de precios menor.

Naturalmente, también es importante saber por qué caen los precios. En el capítulo 3 he analizado distintas razones por las que se producen estas caídas de precios y he señalado algunas consecuencias específicas de los distintos tipos de deflación de precios. A continuación, me centraré en la cuestión de qué supone un precio más bajo, por lo general, para las acciones humanas o individuales.

Obviamente, durante una deflación de precios se produce una caída de precios. No obstante, para el individuo, no es tan importante el hecho de que los precios estén cayendo, sino, más bien, que estos precios sean más bajos de lo que podrían haber sido de no darse la causa de la deflación de precios. ¿Cuál es la consecuencia de que un precio o precios sean más bajos que antes o más bajos de lo que podrían haber sido de no darse la causa de la deflación de precios? Un precio es una relación de intercambio, lo que implica que cuando se establece un precio, se produce un intercambio. Si suponemos que la gente prefiere más bienes a menos bienes y más dinero

a menos dinero, podemos deducir las consecuencias de una reducción de precios. El comprador de un bien o servicio a cambio de dinero prefiere precios más bajos. Por tanto, su posición económica será mejor de lo que habría sido con un precio más elevado. Al otro lado del intercambio se encuentra el vendedor del bien o servicio que el dinero está comprando. El vendedor prefiere precios más altos y su posición económica será peor de lo que habría sido con un precio más elevado. Los que se quejan de una deflación de precios no se están quejando de una caída de precios per se, sino del hecho de ser perdedores netos. Serían favorables a una deflación de precios si cayeran sus precios de compra y su precio de venta siguiera siendo el mismo. Por ejemplo, los grupos con un ingreso fijo aprobarían una deflación de precios.

Por tanto, la principal consecuencia de una deflación de precios es que los compradores de bienes y servicios tendrán una posición económica mejor de la que tendrían de no haberse dado la reducción en los precios de los bienes que demandan. Los vendedores de bienes y servicios, por su parte, tendrán una posición económica peor de la que tendrían de no haberse dado la reducción en los precios de los bienes que venden. No es posible afirmar a priori quién será ganador o perdedor neto en una deflación de precios, pues casi todos los individuos son tanto compradores como vendedores de bienes y servicios en el mercado y los precios caen a niveles y en momentos distintos. Solo sabemos que, como todo cambio en los datos económicos, una deflación de precios supone una redistribución de riqueza en la sociedad. Sin embargo, la proporción de riqueza o el número de instalaciones productivas no se ve afectado por ello de forma directa.

Una implicación importante de la deflación de precios es, también, que aumenta la carga real de deuda. El individuo debe vender más bienes y servicios para obtener dinero con el que liquidar la deuda de los que habría tenido que vender de no darse la deflación de precios. En este sentido, los

acreedores se benefician y los deudores sufren pérdidas. No es posible afirmar a priori quién será un ganador o perdedor neto en caso de que aumente la carga real de deuda, pues muchos individuos son tanto acreedores como deudores directa o indirectamente a través de participaciones en empresas o fondos de inversión. Los grupos con un ingreso fijo también tienden a beneficiarse durante una deflación de precios, pues sus ingresos no se reducen, pero pueden adquirir bienes y servicios más baratos. En el próximo apartado, analizaré en mayor profundidad este proceso de redistribución que implica una deflación de precios y sus otras consecuencias. Después, analizaré algunos errores comunes entre los economistas sobre las consecuencias de la deflación de precios. En la conclusión de este capítulo, analizo las razones de la férrea oposición a la caída de precios.

4.1.2 Consecuencias de la deflación de precios

4.1.2.1 Redistribución favorable a acreedores y grupos de ingreso fijo

Por lo general, aquellos individuos cuyos ingresos de compra caen más rápido que sus ingresos de venta obtienen beneficio durante una deflación de precios, mientras que los individuos cuyos ingresos de compra caen más despacio que sus ingresos de venta sufren pérdidas. Otra causa de que se produzca un cambio en la posición de riqueza relativa se debe a los cambios en los precios de activos. Algunos precios de activos caen más despacio que otros. Por tanto, los individuos ganan o pierden su posición relativa de riqueza en función de la magnitud de la caída en los precios de sus activos.

En particular, una deflación de precios resulta en una redistribución favorable a grupos de ingreso fijo y acreedores. Los grupos de ingreso fijo se benefician porque sus ingresos

permanecen estables mientras caen sus precios de compra. Los acreedores se benefician porque el dinero que reciben como saldo de deuda puede adquirir más bienes y servicios de los que podría adquirir de no darse la caída de precios. Naturalmente, si se anticipara la deflación de precios, el tipo de interés nominal cambiaría en concordancia. Si el acreedor desea obtener un rendimiento real de su capital de un 5% y prevé un aumento del 3% en el poder adquisitivo del dinero, estará dispuesto a prestar su dinero con un tipo de interés nominal del 2%. Esto también es *mutatis mutandis* cierto para los deudores potenciales. Por tanto, una deflación de precios prevista no altera las devoluciones esperadas tanto por los acreedores como por los deudores.

Rothbard señala, por medio de un argumento histórico y no hipotético, que la redistribución puede entenderse como una ventaja de la deflación de precios porque hemos experimentado inflación de precios durante décadas:

> Tras nuestro largo proceso de inflación, una deflación significaría que los grupos de ingreso fijo o los grupos de ingreso relativamente fijo—como académicos, viudas y huérfanos, pensionistas y acreedores—obtendrían, finalmente, una pequeña parte de lo que les corresponde. No veo nada malo en ello. No veo nada malo en que se produzca una pequeña restitución tras décadas de redistribución forzosa de riqueza por parte de los grupos de ingreso fijo a otros grupos. Un poco de «reparaciones» en nombre de los que estamos en más de un nivel de ingreso fijo. Por tanto, considero que hay algo de bueno en ello, en la perspectiva de un poco de deflación compensatoria (1976, págs. 37-38).

Dicho de otro modo, aquellos que han sufrido pérdidas durante la inflación tienden a ganar. El de Rothbard no es, obviamente, un argumento económico per se, sino un argumento basado en consideraciones morales y éticas combinadas con un análisis histórico. Es posible, por supuesto, que aquellos que se beneficien durante una

inflación de precios se posicionen de tal forma que obtengan beneficio nuevamente durante una deflación de precios.

4.1.2.2 Aceleración de la recuperación durante una recesión

La deflación de crédito bancario es un tipo de deflación monetaria que podría resultar en una deflación de precios. La deflación de crédito bancario tiene un efecto importante. Acelera el proceso de ajuste. Durante la expansión crediticia, cuando el nuevo dinero se añade al mercado de préstamos y reduce el tipo de interés de forma artificial, se impulsan más proyectos de inversión que pueden completarse con éxito con los escasos recursos de la sociedad. En este sentido, es importante el hecho de que el diferencial de precios o «tipo natural de interés» del mercado se reduce de forma artificial. En una contracción o crisis crediticia se produce el efecto contrario. El tipo de interés aumenta. Los empresarios cuentan con menos fondos para licitar por factores de producción. Los precios de los factores caen y los diferenciales de precios y tipos de interés aumentan de nuevo, lo que motiva las inversiones. La caída de precios es más abrupta en las fases de producción superiores, en las que se percibe más el efecto de un mayor tipo de interés.

Los valores capitalizados se reducen en las fases superiores de producción y se torna evidente el hecho de que, con el aumento del tipo de interés, muchos de los procesos de producción ya comenzados nunca fueron viables. Estos procesos se liquidan. Esto constituye un ajuste al aumento del tipo de interés que concuerda con la mayor preferencia temporal de los participantes en el mercado. El proceso de mercado, por medio de la contracción crediticia, deja claro que muchos procesos productivos se han iniciado por error. Esto implica que la contracción crediticia acelera el traspaso de factores de producción desde las fases de producción

superiores a las inferiores. Se acelera el proceso de ajuste del mercado (Rothbard 2000, pág. 18).

La contracción deflacionaria del crédito hace que el ajuste de la estructura de producción a las demandas de los consumidores se complete más rápido que de no darse esta contracción. Las inversiones erróneas no se prolongan o reaniman, sino que se purgan de forma rápida y eficiente. Así pues, Salerno considera que una reducción deliberada de la oferta monetaria por parte de un banco central es algo beneficioso (2003, pág. 88). Esta reducción detiene la expansión crediticia y ayuda a liquidar inversiones erróneas.[217]

Obviamente, este efecto de una contracción crediticia, a saber, la aceleración del proceso de reajuste, se produce solo cuando se ha producido una distorsión artificial de la estructura de producción durante un auge ilusorio. Si no se ha producido una distorsión artificial de la estructura de producción, por ejemplo, porque los empresarios han previsto el efecto sobre el tipo de interés[218], no es necesario que se produzca un reajuste. Naturalmente, también persisten en

---

[217] Del mismo modo, Salerno ofrece un argumento ético a favor de una contracción crediticia deliberada impulsada por un banco central. Él considera que los medios fiduciarios emitidos por el sistema bancario son «una falsificación de los títulos de propiedad (2003, pág.88)». Cree que la destrucción de esos títulos de propiedad falsificados es algo beneficioso y supone una obligación para el banco central: «Del mismo modo, si se adopta una política monetaria contractiva, el banco central se limita a dejar de incumplir su obligación contractual para mantener la integridad de los títulos de sus depositantes en sus depósitos monetarios…» Salerno se refiere al dinero mercancía. Sin embargo, el argumento también puede *mutatis mutandis* aplicarse al dinero fiduciario. No obstante, considera que, en un régimen de dinero fiduciario, el banco central nunca adoptaría una política contractiva. En un régimen de patrón oro, Salerno (ibid.) también considera la contracción como un paso de un proceso de transición hacia el dinero 100% mercancía.

[218] Ver Hülsmann (1998).

este caso los efectos redistributivos de una contracción crediticia a través de quiebras de empresas que dependían de la concesión de más créditos, etc.

Existe otro efecto posible de una deflación de precios surgida durante una recesión, «a saber, que la deflación mitigue los efectos negativos de la recesión (Rothbard 1976, pág. 38)». Por ejemplo, durante la Gran Depresión, se produjo una caída constante del coste de vida. Los individuos que no perdieron su empleo disfrutaron, en realidad, de un mejor nivel de vida. Durante un período de recesión, aquellos que no ven reducidos sus ingresos obtienen beneficio a medida que caen los precios. Al menos, los consumidores experimentan un alivio o afianzamiento por la caída de precios. El hecho de suprimir esta caída de precios haría la recesión más punitiva para aquellos que han mantenido su empleo.

4.1.2.3 Efectos potenciales de una deflación de precios

La deflación de precios puede aumentar los ahorros

Durante una depresión, han de liquidarse algunos de los proyectos de inversión que se llevaron a cabo por error, pues no hay suficientes ahorros disponibles para mantenerlos. Rothbard señala que, debido a la contracción crediticia, «las preferencias temporales per se» pueden reducirse porque la reducción del nivel de precios resulta en pérdidas contables y en la subestimación de beneficios, lo que puede impulsar a los empresarios a aumentar sus ahorros (2000, pág. 18). Esto se produce porque «la contabilidad empresarial registra el valor de los activos en su coste original (pág. 17)». Lo que puede parecer pérdidas y consumo de capital no lo es en realidad, porque los precios de los activos y de los bienes de capital, que han de renovarse, han disminuido. Básicamente, esto es una ilusión de contabilidad que puede estimular a los

hombres de negocios para aumentar sus ahorros a fin de compensar las pérdidas percibidas y el consumo de capital.

El llamado efecto de la riqueza está relacionado con ello. Los individuos pueden creer que son más pobres debido a las caídas en el valor del ingreso nominal, activos, etc. Además, cuando los precios de los activos colapsan, se dan cuenta de que han invertido de forma errónea. Estos individuos pueden reducir su consumo en relación con el ahorro a fin de compensar la reducción del ingreso nominal y las pérdidas de inversión.

Estos son los posibles efectos psicológicos de una deflación de precios. En el caso de que se produzca un aumento de los ahorros, la recesión se amortigua y se acelera la recuperación. Se necesitan menos ajustes porque fue precisamente la falta de ahorros en relación con los proyectos de inversión llevados a cabo lo que dio lugar a la recesión.

La deflación de precios puede ejercer presión para acabar con la rigidez de precios

Una deflación de precios puede resultar en una presión para reducir las rigideces institucionales de precios. Estas rigideces de precios están causadas, a menudo, por la intervención estatal o privilegios estatales que hacen que los precios sean rígidos a la baja. A medida que los precios caen y otros precios se mantienen rígidos a la baja, estos precios rígidos a la baja se convierten, efectivamente, en precios mínimos, es decir, en precios mínimos respecto al precio de equilibrio del mercado. Como consecuencia, surgen ello las consecuencias típicas de los precios mínimos: (1) una oferta excedentaria que no se vende; (2) una desviación del espíritu emprendedor del productor en relación con la producción de los bienes en cuestión; y (3) una desviación del espíritu emprendedor de los consumidores para buscar sustitutos. En el ámbito de la oferta y la demanda de servicios laborales, un mayor número de

individuos trata de trabajar a esos precios mientras que los empresarios tratan de sustituir a los trabajadores por máquinas. Habrá desempleo. El excedente no vendido suscita el descontento de los vendedores, lo que podría derribar las intervenciones y privilegios estatales. Se presionará a los políticos para suprimir las intervenciones que causan la rigidez de precios. En el caso de los servicios laborales, el desempleo podría ejercer presión sobre el gobierno para acabar con los privilegios de los sindicatos y revocar la legislación que garantiza unos salarios rígidos a la baja. También podría incitar a los trabajadores a abandonar los sindicatos.[219]

La deflación de precios podría derribar el sistema de banca con reserva fraccionaria

Una deflación de precios podría derribar el sistema de banca con reserva fraccionaria. Esto se produce porque una deflación de precios puede resultar en quiebras por el aumento de la carga real de deuda. La contracción crediticia y las quiebras debido a inversiones erróneas se producen, principalmente, durante una recesión surgida tras un auge artificial. Como consecuencia de las quiebras inducidas por la deflación de precios, los préstamos concedidos por los bancos se echarán a perder.[220] Las acciones de las empresas en quiebra que otros bancos poseen perderán valor, quizás hasta el punto de perderlo completamente. En general, caerá el valor de los activos de los bancos. Los bancos limitarán los créditos a fin de mantener su solvencia y ejercerán presión sobre sus socios corporativos y sobre otros bancos. La caída

---

[219] Ver Rothbard (1991, pág.67).
[220] Ver también Apart. 3.3.4 sobre este proceso acumulativo.

en los valores de activos de un solo banco podría incentivar dudas con respecto a la solvencia y liquidez de otros bancos. Debido a la limitación de créditos, los socios empresariales podrían caer en quiebra. Del mismo modo, otros bancos que también financian a estas empresas experimentarán dificultades financieras. Podrían producirse retiradas masivas de depósitos. En un sistema con reserva fraccionaria, por definición, el banco no puede satisfacer toda la demanda existente de créditos relativos a depósitos. El banco caerá en quiebra. Si un banco colapsa, esta inestabilidad podría propagarse por otros bancos con reserva fraccionaria debido a su interconexión. La quiebra causará preocupación con respecto a la solvencia de otros bancos, lo que seguirá reduciendo el valor de sus activos y resultará en pánicos bancarios sistemáticos. Surgirá el pánico bancario. Esto podría derribar todo el sistema de banca con reserva fraccionaria si el banco central fracasa en su intento de rescatar el sistema bancario. Esta consecuencia posible de la deflación de precios es beneficiosa, pues purga el antiguo sistema bancario y da cabida a un patrón 100% oro, tal y como señala Rothbard.

> Nos encontrábamos en el proceso de aplastar el sistema bancario, y entonces llegaron todos esos gobernadores, Hoover y Roosevelt y trajeron consigo los días festivos y la Corporación Federal de Seguros de Depósitos, que rescataron a los bancos. Había una oportunidad de oro de eliminar la banca con reserva fraccionaria de una vez por todas de no haber sido por ese rescate. No habría surgido siquiera el problema de un período de transición porque estábamos *en* una transición, era solo cuestión de dejar el tema aparcado durante unos meses y lo habríamos conseguido. La deflación habría ayudado en este proceso de aplastar el sistema de banca con reserva fraccionaria. El porqué de que se tendría que haber aplastado este sistema es que éste ha sido siempre una constante amenaza y fuente de inflación y de privilegios especiales, ciclo económico y un popurrí de otros males (1976, pág. 39). (Ibid. Original en cursiva).

Salerno señala, del mismo modo, que la quiebra de los bancos con reserva fraccionaria

> tiene un efecto saludable sobre la economía y mejora el bienestar de los participantes en el mercado. Para ello, se inicia mediante el canjeo voluntario y contractual de títulos de propiedad por dinero por parte de depositantes bancarios que consideran que los bancos con reserva fraccionaria ya no sirven para guardar su saldo de tesorería de forma segura. Cuando una forma cualquiera que negocia en base a su fiabilidad, ya sea esta una empresa de servicios financieros, una empresa de coches blindados o un bufete de abogados, pierde la confianza de sus clientes sobre que está actuando en su interés superior, esta forma será purgada rápidamente del mercado por medio de un proceso de ajuste que redistribuye los recursos y mejora el bienestar de los consumidores (2003, págs. 86–87).

Además de los argumentos de bienestar económico favorables al colapso de ciertos bancos o del sistema bancario en su conjunto, existe también un argumento legal o moral.[221] Huerta de Soto señala que los depositantes, históricamente, confiaban su dinero a los bancos para su custodia. La emisión de medios fiduciarios es una violación de la obligación jurídica esencial de custodiarlo. El banco emite más títulos como dinero que el dinero real que posee. Si los clientes desconocen este hecho, supone un simple fraude. Incluso si los depositantes, que quieren tener su dinero custodiado y siempre disponible, conocen y aprueban el préstamo de sus depósitos, el contrato es un «monstruo legal»,[222] pues existen objetivos jurídicos contradictorios. En este caso, el contrato es

---

221 Ver Huerta de Soto (2006a, b), Caps. 1-4. Ver también Rothbard (1991, 1998), para consultar una teoría ética libertaria que sostiene que la banca con reserva fraccionaria es un fraude.

222 Ver Huerta de Soto (2006a, pág.151). Para consultar otras teorías sobre la imposibilidad jurídica de un contrato válido de demanda con reserva fraccionaria de créditos relativos a depósitos ver Bagus y Howden (2009, 2012a, 2013) y Bagus et al. (2013)

nulo. En caso de que un banco central respalde las prácticas del banco, el contrato depende de las intervenciones estatales en lo concerniente al sistema bancario y monetario. El colapso de tal sistema fraudulento o legalmente problemático es una consecuencia posible de la deflación.

El colapso del sistema financiero y monetario y la adopción de una nueva divisa podría acabar con la redistribución continua en favor de aquellos con vínculos consolidados con la clase dirigente política y monetaria y con la desventaja con la que cuentan los que no tienen tales vínculos. Por supuesto, este cambio institucional implicaría desajustes.[223] Implicaría una adaptación de la estructura de producción, que está orientada en este momento a satisfacer las necesidades de los beneficiarios de la inflación, de las empresas endeudadas, de los consumidores y de los gobiernos, así como de los bancos con reserva fraccionaria y sus mejores clientes. Sin embargo, un desajuste no es malo en principio.[224] Todo cambio en los datos de una economía de mercado implica un «desajuste». A este respecto, una cuestión importante es si estos desajustes manan de una violación de los derechos de propiedad o no. El desajuste también podría manar de una restitución de derechos de propiedad o una abstención de nuevas infracciones sobre ellos. Por ejemplo, si se abole la esclavitud en una economía de esclavismo o se abole el comunismo, se producirán desajustes. Lo mismo ocurre cuando se adopta un sistema monetario libre. Ya no son las preferencias de la clase dirigente, sino las de la población explotada antaño, las que determinan la producción. La longitud y amplitud de estos desajustes dependen de cómo de acertadas sean las previsiones de los empresarios con respecto al nivel de caída de cada precio. En teoría, este mínimo podría alcanzarse de

---

[223] Ver Hülsmann (2003a, pág.58).

[224] Hülsmann (2006, pág.66) habla de una reminiscencia de «destrucción creativa» de Schumpeter.

forma inmediata.[225] También podría haber desempleo temporal, pero no necesariamente, pues los trabajadores y empresarios podrían alcanzar un acuerdo salarial que hiciera que el funcionamiento de las empresas fuera rentable. Depende de las preferencias y la visión empresarial de ambas partes.

La deflación de precios podría reducir el poder del estado

La inflación es la medicina del estado.[226] Por medio de la inflación se mantiene una demanda constante de bonos de estado, muchos de los cuales finalmente se adquieren o se aceptan como garantía por parte del banco central. Así pues, el estado puede endeudarse mucho más que sin la inflación de dinero fiduciario. De la misma forma, puede gastar más y controlar más recursos sociales.

Durante una deflación monetaria o contracción crediticia se perturba esta forma de financiar la deuda estatal y los gastos estatales. Debido a la deflación monetaria, los precios de los bonos de estado tienden a caer. Además, la deflación de precios aumenta la carga real de deuda y resulta en una redistribución de los acreedores a los deudores tal y como se explicó anteriormente. Esto tiene un efecto importante, pues, a lo largo de la historia, el estado ha sido el mayor deudor en una economía. La carga real de deuda estatal aumenta y ha de invertirse un mayor porcentaje de ingresos públicos en saldar las deudas. Esto implica que el gobierno, si no aumenta los impopulares impuestos, debe reducir su gasto en otros fines. Por tanto, tendrá menos funciones de las que tenía en tiempos de inflación y dará una mayor libertad a los particulares. Debe

---

[225] Ver Hülsmann (2003a, p.58)

[226] La inflación permite que el gobierno ignore la resistencia fiscal a su gasto. Esto tiene especial importancia en tiempos de guerra, cuando los gobiernos ocultan los costes reales de guerra al financiarla por medio de la prensa escrita.

reducirse el estado de bienestar. Esto también tiene una implicación para la institución de la familia, pues el estado de bienestar ha usurpado muchas funciones tradicionales de la familia, como la atención y cuidado para la tercera edad, la ayuda en situaciones de emergencia, la prestación durante el desempleo y enfermedad, etc[227]. A medida que el estado se encargaba de estas funciones, las familias empezaron a perder algunas de sus funciones tradicionales. Reducir la extensión del estado de bienestar podría revertir esta tendencia.

Por estas razones, la deflación ha sido impopular entre los intereses vinculados al estado. Mises explica la popularidad de la inflación y la impopularidad de la deflación para los gobiernos:

> Desde el punto de vista fiscal, el inflacionismo no es solo la política económica más barata; sino que también constituye una solución particularmente buena a un estado bajo de finanzas públicas. El restriccionismo [deflación monetaria impulsada por el gobierno]… exige sacrificios positivos de los erarios públicos nacionales cuando se lleva a cabo por medio de la retirada de billetes en circulación (ya sea a través de la emisión de bonos que devengan intereses o a través de la recaudación de impuestos) y su cancelación; y exige , como mínimo, renunciar a los ingresos potenciales por medio de la prohibición de emitir billetes cuando la demanda monetaria se encuentre en aumento. Tan solo este hecho sería suficiente para explicar por qué el restriccionismo nunca ha sido rival para el inflacionismo… Pero además… la clase dirigente no se ha visto beneficiada por el aumento en el valor del dinero. Aquellos que tienen derecho a recibir cantidades fijas de dinero son los que obtienen un beneficio inmediato por este aumento. Los acreedores ganan en detrimento de los deudores. La recaudación de impuestos, ciertamente, se torna más onerosa a medida que aumenta el valor del dinero; pero casi toda la ventaja resultante de ello está asegurada, no por el estado, sino por los acreedores. Ahora bien, las políticas que favorecen a los acreedores en detrimento de los deudores nunca han sido populares. En todo

---

[227] Ver, por ejemplo, Carlson (2003).

> momento y en todos los pueblos se ha rechazado a los prestamistas de dinero. En general, el tipo de gente que obtiene sus ingresos exclusivamente o en gran parte por medio del interés sobre el capital prestado a otros no ha sido nunca numerosa o influyente en ningún país (1981, págs.. 263–264).

Aquí, Mises explica la oposición de las clases dirigentes a la deflación monetaria y a la deflación de precios. Del mismo modo, expone las razones políticas por las que esta política es impopular entre los políticos.

En resumen, el poder del estado tiende a reducirse durante un período de deflación de precios.[228] De hecho, el estado de bienestar moderno podría colapsar bajo la presión de la deflación de precios, pues aumenta la carga real de deuda. En este sentido, Hülsmann (2003b) habla de deflación liberal, ya que ésta tiene el poder de derribar el estado de bienestar, así como el sistema de banca con reserva fraccionaria favorecido por el estado.[229]

Naturalmente, es muy poco probable que se produzca esta situación porque el estado tiene el poder de prevenir una deflación de precios por medio del aumento de la oferta monetaria. Es poco probable que el estado deje de usar la inflación como forma de financiar sus gastos y promueva la deflación de precios.

---

[228] Ver, por ejemplo, el Apart. 5.2 sobre la deflación del crédito bancario alemán en los años 30 y la reducción de los gastos estatales como las prestaciones por desempleo, pensión, salarios de los funcionarios, etc.

[229] Hülsmann (2008, p.16) añade, además: «un respaldo sincero y entusiasta de la deflación es, en cualquier caso, uno de los requisitos más importantes para salvaguardar el futuro de la libertad».

4.1.2.4 Deflación de precios y costumbres

En un mundo de deflación continua de precios las costumbres de los consumidores y empresarios serán distintas a las costumbres existentes en un mundo de inflación continua de precios.[230] Si previeran una deflación de precios, los consumidores y empresarios se endeudarían menos de lo que lo habrían hecho sin esta previsión. Debido a la previsión deflacionaria, los empresarios preferirían financiar sus negocios por medio de capital inversión o ingresos retenidos a financiarlos con préstamos.[231] Por tanto, con sus acciones, los empresarios serían más independientes de los bancos, que son los que les conceden préstamos en muchos casos.[232] Del mismo modo, se volverían más dinámicos al depender menos de la aprobación de los bancos conservadores. Las pequeñas o nuevas empresas tendrían una desventaja menor frente a empresas con buenas relaciones con la industria bancaria, ya que la financiación crediticia perdería relativa importancia.

Los consumidores tendrán un incentivo para ahorrar efectivo a largo plazo, pues prevén un aumento del poder adquisitivo del dinero. Ahorrarán más y se endeudarán menos que si no prevaleciese un entorno deflacionario. Los

---

[230] Ver Hülsmann (2006, págs. 175–181) para las costumbres durante una inflación de precios.

[231] Naturalmente, se podría factorizar una prima negativa de precios en el tipo de interés. No obstante, las deudas se tornan menos atractivas cuando se prevé una caída de precios, pues es más fácil obtener financiación por medio de capital inversión o ingresos retenidos, que siguen experimentando un aumento en su poder adquisitivo.

[232] Existen más implicaciones de la reducción de deudas. Se podría decir, por ejemplo, que cuanto mayor sea la deuda de una compañía, mayor será la presión de los administradores de trabajar de forma eficiente. Hay que tener presente, no obstante, que los responsables del capital inversión pueden controlar a los administradores de muchas formas y proporcionarles incentivos.

consumidores también serán más independientes, en el sentido de que dependerían menos de intermediarios financieros. Observar el comportamiento de los mercados financieros será menos importante para ellos, pues el saldo de tesorería conlleva una devolución automática. Se gastará menos energía en pensar cómo invertir activos para preservar la propia riqueza. La riqueza de dinero real aumenta de forma automática. La independencia financiera y el pensamiento independiente son el resultado de ello.

4.2 Mitos con respecto a la deflación

4.2.1 La mala reputación de la deflación

Curiosamente, en el debate actual, las disertaciones, a menudo, solo suponen implícitamente que la deflación es algo perjudicial en lugar de demostrar que es perjudicial.[233] Probablemente, los economistas inician esta hipótesis porque no quieren emitir juicios de valor «abiertos». Por ello, los evitan por medio de hipótesis implícitas.[234] Al asumir que la deflación es algo inapropiado, los economistas se centran en la cuestión de si se puede prevenir una deflación de precios y, en ese caso, cómo[235]. A menudo, se obvian los argumentos de por qué sería perjudicial una deflación de precios. Estos se presumen evidentes. La importancia de estos argumentos radica en el hecho de que promueven políticas monetarias expansionistas para prevenir la deflación. Por tanto, estos argumentos sirven para justificar la inflación monetaria. Con el fin de abordar la validez de estos argumentos, este

---

233 Ver también Apart. 2.5 sobre esto.
234 Ver Svensson (2000, pág.31) o Bernanke (2002, pág.1).
235 Ver Meltzer (2000, pág.71) o Goodfriend (2001, pág.1).

apartado expondrá en detalle los argumentos contra la caída de precios. De hecho, existen muchas falacias con respecto a la deflación,[236] que se corregirán en el presente apartado.

4.2.2 *Mito 1: la deflación resulta en una redistribución arbitraria e injusta*

La economía es una ciencia libre de valores.[237] Por tanto, parece innecesario analizar el argumento de que la deflación debería evitarse porque resulta en una redistribución injusta. Aun así, observaremos que, unas veces, se utiliza este argumento de forma implícita y, otras, se critica abiertamente la redistribución. Robert Kent nos aporta un claro ejemplo de este error en particular.[238] Kent afirma que la deflación de precios resulta en una «redistribución arbitraria» del ingreso real y la riqueza (1966, pág. 458). Tiene razón al afirmar que la deflación resulta en una redistribución de la riqueza, pero, ¿por qué debería ser ésta arbitraria e injusta? Incluso si suponemos, por el bien del argumento, que toda deflación de precios es, de alguna forma, «arbitraria» y resulta en una redistribución arbitraria del ingreso real y la riqueza, esto no implica que sea perjudicial. Además, ¿no sería éste un argumento de valor ético? Kent admite que «aquellos que lo ganaron anteriormente ahora tienden a perder poder adquisitivo (pág. 459)».[239] En realidad, los que ganan y los

---

[236] Los economistas austriacos también difieren en el tema de la deflación y algunos incluso proponen un arsenal de intervenciones para combatirla (Bagus 2003).

[237] Ver Mises (1998, pág.10).

[238] Ver también Borio y Filardo (2004, pág.7); ver también Stamp que afirma que «[La deflación] trae consigo el peor tipo de redistribución de ingresos (1932, pág.5)».

[239] Esto tiene otra implicación. Durante un auge inflacionario, la desigualdad en la riqueza material tiende a aumentar, pues unos grupos se benefician a costa de otros. Cuando aquellos que se han beneficiado

que pierden durante una inflación no son necesariamente los mismos que los que ganan o pierden durante una deflación. La capacidad de obtener beneficio en cualquier situación depende de las habilidades empresariales. Dicho de otro modo, los individuos que anticipan de forma más certera el aumento en el poder adquisitivo del dinero sacan partido de una deflación de precios.[240]

DeLong (1999) afirma que prever cambios de precios no es una competencia empresarial. No obstante, esta perspectiva es errónea. Los empresarios tratan de prever todos los cambios futuros que sean relevantes. La previsión de precios es, precisamente, la función de los empresarios. Los precios de sus factores de producción y sus precios de venta tienen especial importancia para ellos. Y, naturalmente, los empresarios pueden prever correctamente los cambios de precios. Por tanto, en tiempos de deflación, «los empresarios pueden rentabilizar un negocio mediante la reducción de precios de compra o, si esto no es posible, mediante la abstención de toda inversión (Hülsmann 2004, pág. 51)».

Cabe reconocer, además, que cualquier cambio en la economía tiene efectos sobre la posición de riqueza relativa de todos los participantes en el mercado[241] y que toda acción humana resulta, potencialmente, en ventajas para unos individuos y desventajas para otros. Esto plantea la siguiente cuestión: ¿Quién decide qué cambios en el mercado son arbitrarios e injustos y cuáles no lo son?

Mises comenta, sobre el mundo en evolución, que:

---

durante un auge inflacionario experimentan pérdidas durante una deflación de precios, las diferencias en la riqueza material se reducen.

[240] Por ejemplo, Bernanke expone los problemas de los deudores que no anticiparon la deflación (2002)

[241] Ver Hülsmann (2004, pág.45).

> En el mundo real todos los precios fluctúan y los hombres de acción se ven obligados a tener en cuenta todos estos cambios. Los empresarios se embarcan en negocios y los capitalistas cambian sus inversiones solo porque prevén esos cambios y quieren sacar provecho de ellos. La economía de mercado se caracteriza, esencialmente, por ser un sistema social en el que prevalece una incesante voluntad de mejora. Las personas más previsoras y emprendedoras obtendrán beneficio al reajustar la disposición de sus actividades de producción una y otra vez a fin de satisfacer lo mejor posible las necesidades de los consumidores (1998, pág. 539).

Sin embargo, puede decirse que una deflación fiduciaria, es decir, una deflación de precios impulsada por un gobierno fiduciario, es arbitraria porque no se inicia en el libre mercado. Desde un punto de vista ético, la deflación causada por intervención estatal podría considerarse injusta[242].

Concretamente, sería más correcto afirmar que la intervención estatal que provocó la caída de precios es injusta que afirmar que su resultado, la deflación de precios per se, es injusta. La deflación beneficia a unos y perjudica a otros. No podemos decir, desde un punto de vista científico, si la deflación es buena o mala, pues no existen comparaciones de utilidad interpersonal. No obstante, debemos destacar que existe una deflación de precios provocada por una violación de los derechos de propiedad y una deflación de precios que no se debe a una violación de estos derechos.

Naturalmente, también se producirá una redistribución en el caso de que una «deflación liberadora» purgue un sistema bancario inestable, por ejemplo, mediante la supresión de la amnistía para los bancos con reserva fraccionaria por el fraude de la emisión de medios fiduciarios. La banca con reserva fraccionaria supone un problema legal cuando los bancos

---

[242] Para consultar una teoría libertaria de ética que considera injusta toda intervención estatal, pues ésta se basa en iniciar la violencia, ver Rothbard (1998).

emiten más títulos monetarios en relación al dinero real que poseen y prometen, a su vez, canjearlos a demanda. Un sistema bancario sólido y no fraudulento es un sistema 100% de reserva. En este caso, la redistribución no es una solución arbitraria e injusta, ya que implica justicia. Todo castigo a los infractores o la detención de actividades delictivas resultará en pérdidas para los delincuentes y sus asociados comerciales, mientras que sus víctimas tendrán ganancias.

Una cuestión fundamental es: ¿Puede prevenirse la redistribución «injusta» mediante la inflación, es decir, mediante el aumento de la oferta monetaria? En la práctica, se inyecta nuevo dinero creado de la nada en el sistema bancario. Por tanto, se produce una redistribución favorable a los bancos y las industrias asociadas, así como a los individuos que accedan al nuevo dinero en primer lugar. Todos ellos obtienen beneficios porque tienen sumas de dinero más elevadas para licitar por los recursos antes de que los precios aumenten. Por otra parte, existen individuos cuyos ingresos aumentan tan solo después de que se produzca un aumento de precios. ¿Por qué este escenario sería menos injusto?

4.2.3 Mito 2: La redistribución deflacionaria reduce necesariamente la producción

Hay quienes afirman que la redistribución que provoca la deflación sería perjudicial,[243] porque al perjudicar a deudores, empresarios, negocios o al sistema financiero, la producción global caería. Analizaré estos argumentos uno por uno, si bien

---

243 (Keynes [1931] 1963, pág.177; o King 1994, pág.422); Curiosamente, el mismo Keynes resume aquí los efectos liberadores de la deflación y admite que se liquidaría el sistema financiero y «[M]uchos de nosotros nos arruinaríamos a nivel individual, incluso si mantuviéramos la misma posición a nivel colectivo ([1931], 1963, págs. 177–178)».

debo destacar que la redistribución o los cambios en la posición de riqueza de los participantes en el mercado per se no perjudican en absoluto a la producción. No obstante, la producción será distinta, pues los individuos que se han beneficiado de la redistribución tendrán unas preferencias y aptitudes diferentes a las de aquellos que han sufrido pérdidas.

4.2.3.1 Colapso financiero y producción

La primera variante de este argumento expone que, si no se prevé la deflación de precios y muchos deudores caen en quiebra, las instituciones financieras del sistema con reserva fraccionaria podrían tener problemas (Keynes [1925] 1963, págs. 168–169).[244] Ciertamente, los préstamos concedidos con la expectativa de que se diera una inflación pueden echarse a perder y perjudicar a los balances bancarios. Del mismo modo, se da una redistribución de riqueza favorable a los acreedores. Además, es cierto que el sistema monetario inestable, que depende de una inflación continua y beneficia a aquellos que reciben el nuevo dinero y los títulos monetarios en primer lugar, podría colapsar. No obstante, podría emerger un nuevo sistema financiero basado en una banca 100% de reserva. Es difícil entender por qué esto sería un «efecto adverso» (Bernanke 2002, pág. 3) sobre la solidez del sistema monetario y financiero. Además, este sistema monetario

---

[244] Hicks (1946, pág.264) afirma que el miedo creciente a la quiebra durante una deflación de precios tendría un efecto negativo en la producción, pues es más difícil devolver las deudas. De nuevo, el dinero ahorrado para poder liquidar las crecientes cargas de deuda podría provenir de la reducción del gasto de consumo. Por tanto, la inversión podría aumentar, en realidad, con respecto a los gastos de consumo. Esto resultaría en una estructura de producción con mayor intensidad de capital y en una mayor producción.

nuevo y estable estimularía la producción sin lugar a dudas. De la misma forma, es necesario recordar la disyuntiva necesaria para prevenir una deflación de precios: las políticas monetarias inflacionarias. Estas políticas, incluso si no resultan en una inflación de precios abrupta, pueden alterar gravemente la estructura de producción y llevar a inversiones erróneas cuando los tipos de interés se reducen artificialmente y se produce un ciclo económico. La inyección de dinero recién creado o sustitutos monetarios saca de apuros a los bancos y deudores, y ello fomenta que éstos tengan un comportamiento más osado en el futuro. Las políticas monetarias inflacionarias, que previenen una deflación de precios y problemas para el sistema financiero, también resultan en una redistribución favorable a los bancos y negocios que se han rescatado.

4.2.3.2 Empresarios y producción

Una variante alternativa de este argumento sostiene que se produciría una redistribución a expensas de los empresarios. DeLong señala que la caída de precios[245] afecta a los empresarios y, en consecuencia, se reduce la producción. Stamp afirma que «una caída lenta de precios ejerce una influencia apaciguadora sobre el propio negocio (1932, pág. 4)». Bye expone, incluso, que: «o obstante, cuando los precios caen, los efectos sobre los hombres de negocios son desastrosos… (1944, pág. 220)».

Warren y Pearson sostienen que, debido a que la producción requiere tiempo y a que los precios caen durante el proceso de producción, los procesos de producción de largo plazo se tornaran desfavorables en una deflación:

---

[245] Ver Delong (1999); Para ver una opinión similar, ver Keynes (1936).

> Cuanto más largo sea el lapso de tiempo entre el inicio y la finalización de la fabricación de un producto, más graves serán los efectos de la deflación. Si el productor consigue vender su producto, ya acabado, a los pocos meses de haber adquirido las materias primeras, es posible que obtenga beneficio a pesar de la deflación. Si el proceso de deflación dura uno, dos o más años, como ocurre en el mundo agrícola, los resultados serán sumamente graves (1933, pág. 192).

No obstante, esta percepción mecanicista del espíritu empresarial es errónea. Los empresarios pueden prever la deflación de precios y reducir, en consecuencia, los precios de los factores de producción, es decir, de las materias primas. Pueden tomar estas medidas independientemente de la duración del proceso de producción. Ciertamente, la deflación de precios puede perjudicar a los empresarios cuyos precios de venta caigan antes que los precios de otros bienes y servicios que deban adquirir. La deflación de precios también puede perjudicar a los deudores, pero no perjudica a todos los empresarios. La percepción de DeLong con respecto al concepto de espíritu empresarial está, obviamente, distorsionada. Los empresarios tratan de prever los precios que tendrán sus productos en el futuro y compiten por los factores de producción de acuerdo a su previsión. En este sentido, no es importante si los precios generales aumentan o se reducen. Un empresario siempre puede prosperar, también durante una deflación de precios.[246] Existe siempre la posibilidad de que el empresario se equivoque al prever precios futuros más elevados de lo que serán en realidad y al competir excesivamente por los factores de producción. Como resultado, sufrirá pérdidas. No existe una razón sistemática

---

[246] Un ejemplo es el de la industria de la información y la industria informática, que, durante las últimas décadas, han podido obtener beneficios y prosperar a pesar de la caída en los precios de venta.

por la que los empresarios errarían más durante un período de caída de precios que en otro escenario. Tal y como señala Mises:

> Después de todo, la característica más importante de un hombre de negocios es la flexibilidad. Éste puede actuar con fines lucrativos incluso si los precios presentan una tendencia general a la baja y, por tanto, las condiciones económicas también podrían mejorar (Mises 1978, pág. 198)[247].

En particular, podrían florecer empresas nuevas y pequeñas durante una deflación de precios. Éstas presentan una ventaja frente a los grandes competidores que se enfrentan a dificultades debido a su carga real de deuda. Una economía en la que la intervención estatal no prevenga la deflación de precios se vuelve mucho más dinámica, pues la prevención de la deflación de precios favorece a la élite empresarial establecida en detrimento de los recién llegados. La deflación de precios no perjudica a los empresarios per se, sino a las clases dirigentes de los negocios que se encuentran endeudadas.

Del mismo modo, durante un período de deflación, el diferencial esencial de precios (la diferencia entre los precios de adquisición y los de venta) no cae necesariamente, sino que puede aumentar y estimular los negocios si los precios de adquisición caen más rápido de lo que lo hacen los precios de venta.[248] Además, si no se prevé la caída de precios, la tasa de rendimiento real y, respectivamente, el tipo de interés natural, podría mantenerse estable debido al aumento del poder adquisitivo de los ingresos. La previsión de una caída de precios, por su parte, «resulta en una caída inmediata en los

[247] La presente es una traducción del texto original alemán (Mises 1931, pág.29). [En este caso, la cita es una traducción de la traducción al inglés del autor de este trabajo].
[248] Ver Rothbard (2000, pág.17).

precios de los factores» y «una previsión parcial acelera el ajuste del PAD [poder adquisitivo del dinero] a las nuevas condiciones (Rothbard 2001, pág. 697)».

El mito de que la caída de precios supone un problema para los empresarios puede manar, en parte, del hecho de que la mayor parte de los economistas analizan tan solo un índice determinado de precios, que es el índice de precios al consumidor.[249] Cuando hablan de una caída de precios, se refieren a los precios de bienes de consumo. No tienen en cuenta los precios de distintos factores de producción. Tampoco tienen en cuenta los precios de activos, como los precios del mercado bursátil. De hecho, teniendo en cuenta la vasta cantidad de activos y las distintas fases de producción, los precios de bienes de consumo constituyen una pequeña parte de los precios totales de la economía y, por tanto, constituyen una parte relativamente pequeña de los precios. Para la mayor parte de las empresas los precios de bienes de consumo no son relevantes de forma directa, pues operan en fases superiores de producción. No obstante, son muchos los economistas que analizan tan solo el índice de precios al consumidor. Tan solo consideran unos pocos precios seleccionados de forma arbitraria y excluyen de su índice precios importantes como los precios de activos y los precios de bienes de consumo. Por tanto, deducen, a partir de la caída en los precios de bienes de consumo, que los empresarios tienen problemas porque sus precios de venta están cayendo. Asimismo, ignoran el hecho de que los precios de factores de producción también pueden caer y de que la mayoría de empresarios no se dedican a la producción de bienes de consumo, sino a la producción de bienes de producción.

---

[249] Cabe destacar que resulta ilusorio medir los cambios en el poder adquisitivo del dinero. Cada individuo necesitaría su propio índice, que se encontraría en constante fluctuación. Para consultar una crítica de los números de índice, ver Mises (1998, págs. 221–224).

4.2.3.3 Deudas, quiebras y producción

Otra variante de este argumento señala el problema que supone para las empresas y la producción el aumento de la carga real de deuda y el deterioro de los balances debido al colapso de precios de activos.[250] Pero, una vez más, esto resulta simplemente en una redistribución que quizás no altere la producción en absoluto. Evidentemente, si una empresa depende de préstamos e invierte en activos cuyos precios se han visto inflados por una expansión crediticia, esta empresa tendrá problemas. En tal caso, la carga real de deuda de dicha empresa aumenta hasta tal punto que ésta cae en quiebra y, por tanto, sus activos se entregan a los deudores.

Tal y como señala Rothbard,

> Se ha afirmado, a menudo, que una caída en el nivel de precios perjudica a las empresas porque agrava la carga de una deuda monetaria fija. Sin embargo, los acreedores de una empresa son tanto sus propietarios como sus accionistas. Los accionistas tienen menos capital inversión en el negocio por la magnitud de las deudas. Los tenedores de bonos (acreedores a largo plazo) son, tan solo, un tipo distinto de propietarios, bastante distinto, pues los accionistas comunes y preferentes ejercen sus derechos de propiedad de manera diferente. Los acreedores ahorran dinero y lo invierten en una empresa, al igual que lo hacen los accionistas. Además, ningún cambio del nivel de precios per se ayuda u obstaculiza un negocio; los acreedores y los deudores podrían, simplemente, dividir sus ganancias (o pérdidas) en proporciones distintas. Estas son meras controversias entre los involucrados (2000, pág. 51).

Se produciría, simplemente, un cambio de propiedad y una redistribución de activos, de empresarios en la ruina a aquellos que fueron más certeros a la hora de prever el cambio en los precios. Los empresarios que acertaron en su

---

[250] Ver Goodfriend (2001, pág.17); Cargill (2001, pág.116).

predicción ahora tendrían la oportunidad de utilizar los activos de la manera que más se adecuara a los deseos de los consumidores.

No obstante, es innecesario afirmar que la deflación de precios daría lugar a «cambios en la actividad productiva total y, por tanto, en la producción total y el empleo».[251] El mero cambio de propiedad inherente a todas las economías de mercado de los empresarios en la ruina a aquellos que pueden satisfacer las necesidades del consumidor no tiene por qué alterar la producción. En realidad, la quiebra es una forma de deshacerse de las deudas. Si el proceso productivo es rentable, saldrá adelante. La integridad física de los activos redistribuidos no se ve inhibida por el cambio de propiedad. Y los costes de oportunidad de no producir y perder cuota de mercado son elevados. Por ejemplo, cuando Daimler absorbió a Chrysler, ello no implicaba que la producción de coches Chrysler tuviera que caer. En casos como este, es probable que los nuevos propietarios cambien la producción de alguna forma si los antiguos propietarios han incurrido en una mala gestión de la misma. También podrían reducir la producción y despedir trabajadores en un intento de restructurar la empresa para que esta se adecúe a las necesidades de los consumidores. No obstante, también es posible que los nuevos propietarios o los gerentes que han contratado aumenten la producción.

Ben Bernanke sostiene que «la quiebra impone costes sociales netos (1981, pág. 155)». Asume, por tanto, un patrón objetivo que permite la identificación, medición y adición de los costes y beneficios sociales. No obstante, los individuos solo tienen costes y beneficios, que son conceptos subjetivos, cuando actúan. Estos costes y beneficios no pueden medirse,

---

[251] Ver Kent (1966, pág.458); a este respecto, ver también Bernanke (1981, pág.155).

agregarse, restarse o compararse interpersonalmente.[252] El concepto de costes sociales sobre el que se sustenta este argumento contra la deflación es, por tanto, una falacia.

Ciertamente, cualquier cambio de propiedad implica un periodo de transición. George Reisman considera este período de transición una importante desventaja de la deflación y expone las dificultades prácticas de las quiebras masivas surgidas durante una deflación:

> ….[L]as quiebras masivas, dada la incapacidad del sistema judicial actual de adaptarse a su ritmo incluso con su carga actual, tardarían una década o más en resolverse. Esto implica que, durante el intervalo, la economía se paralizaría ampliamente, porque nadie sabría quién había sido propietario de qué.[253]

La capacidad del sistema judicial actual para resolver casos de quiebras masivas no es, naturalmente, un argumento teórico contra la deflación. El argumento de Reisman analiza las dificultades prácticas que puede causar una deflación grave para el sistema judicial contemporáneo. No obstante, no existe ninguna razón teórica por la que no pudiera existir un sistema judicial que resuelva las demandas con gran rapidez. Dicho esto, analicemos este argumento práctico. Cabe destacar que un aumento en la demanda de servicios judiciales en el libre mercado trae consigo un aumento en la oferta de dichos servicios. Sin embargo, Reisman podría argumentar que nos enfrentamos a un monopolio gubernamental de servicios judiciales. Por tanto, la propia intervención estatal, en última instancia, sería el problema. No obstante, los políticos tenderían a aplicar medidas de emergencia si las quiebras provocadas por la deflación

---

[252] Sobre los conceptos subjetivos de utilidad, valor, costes y beneficios ver Huerta de Soto (2001, págs. 41–50).

[253] (1999, pág.961); Bernanke afirma, también, que «los gastos administrativos y de defensa jurídica son sustanciales en quiebra».

estuvieran a punto de colapsar el sistema judicial.[254] Los políticos están ansiosos por buscar y encontrar problemas que puedan solucionar. En ausencia de intervención estatal, la función empresarial se movilizaría para resolver el problema. Así pues, el propio sistema judicial aportaría soluciones al problema.

Ciertamente, el sector judicial se ampliaría durante el período de transición y atraería recursos. Pero, ¿qué tiene esto de malo? Desde un punto de vista libre de valores morales, no se puede afirmar que la expansión de una industria o sector sea mala. En nuestro caso, tan solo podemos afirmar que los consumidores desean que se produzca una expansión del sector judicial porque quieren resolver sus pleitos. Por tanto, es productivo. Además, el abandono de activos ociosos no está entre los intereses de las partes involucradas. Durante este período, los activos de los negocios en quiebra también se utilizan. Tal y como afirma Robert Giffen: «La contracción de la divisa y la caída de precios, si bien son elementos aflictivos, no detienen la producción (1971, pág. 124)». Giffen olvida decir que, aunque estos elementos pueden ser aflictivos para los empresarios que caen en quiebra, también pueden ser muy gratificantes para los que han obtenido beneficios, es decir, para aquellos empresarios que previeron la deflación de precios de forma más certera.

No obstante, uno de los posibles efectos del proceso de quiebra es que tanto los proveedores como los clientes pierdan la confianza en la empresa en quiebra. En lugar de interactuar con una empresa en quiebra, acuden a la competencia. Los competidores que anticiparon la deflación de precios y han conseguido mantener su liquidez obtendrán

---

[254] En realidad, los gobiernos lo han hecho anteriormente. Ver Hamburger (1933) para consultar las medidas que se tomaron durante la Gran Depresión alemana.

beneficio en detrimento de las empresas en quiebra. Pueden prosperar.

Esta pérdida de confianza es un efecto secundario psicológico para la empresa en quiebra. Si se producen muchas bancarrotas, es posible que la gente no tenga competidores a los que acudir y, por ende, puede optar por quedarse y cooperar con la empresa. No obstante, también pueden aumentar su saldo de tesorería y, por tanto, ejercer una mayor presión a la baja sobre los precios. La presión a la baja sobre los precios terminará cuando las empresas hayan cambiado finalmente de propietario. La gente cooperará con ansia a precios más bajos y reducirá de nuevo su saldo de tesorería.

Un argumento adicional con respecto a la quiebra se refiere a una posible pérdida de conocimiento y habilidades empresariales. Cuando se transfiere la propiedad de la empresa en quiebra a los acreedores, éstos quizás no tengan la capacidad de administrar la empresa adecuadamente. Por ejemplo, cuando un agricultor no puede liquidar sus deudas debido a una deflación de precios, la granja se traspasa a los acreedores. El acreedor puede ser un banco, que carece de experiencia en la agricultura y no conoce las circunstancias particulares de la explotación agrícola. Esto es cierto y voy a contraargumentarlo por orden. En primer lugar, el problema del conocimiento aparece en cualquier quiebra. La quiebra tiene por función cambiar el control de los recursos de empresarios en la ruina a empresarios de éxito. Éstos últimos tienden a tener mejores conocimientos que los infructuosos.

En segundo lugar, el problema del conocimiento no cambia el hecho de que el empresario en quiebra ha invertido de forma errónea, desde el punto de vista de los consumidores, los escasos recursos de la sociedad. No obstante, cabe destacar que el empresario en quiebra puede haber llegado a este punto por la intervención estatal. Cuando se produce una deflación fiduciaria que provoca quiebras, éstas se deben, en última instancia, a la intervención estatal.

En tercer lugar, el acreedor puede contratar a alguien que cuente con el conocimiento específico para administrar la empresa de forma certera. El acreedor podría, incluso, contratar al antiguo dueño como administrador. En cuarto lugar, ha de tenerse en cuenta la alternativa para prevenir esas quiebras. Una alternativa sería aplicar políticas monetarias inflacionarias para prevenir las bancarrotas. No obstante, esas políticas tienen graves consecuencias. Rescatan a los empresarios en quiebra, lo que resulta en un riesgo moral. Estas políticas penalizan a los acreedores o empresarios de éxito que podrían haberse apoderado de la empresa en quiebra. Además, estas políticas pueden estimular la aparición de más inversiones erróneas al reducir los tipos de interés de forma artificial.[255]

Otro efecto posible que puede darse durante el período de transición de una quiebra es que el propietario arruinado intente desinvertir y consumir su capital o invertir en otros negocios, lo que resulta en una estructura de producción distinta. Esto ocurre en toda quiebra. ¿No sería arbitrario decir que el tiempo de transición requerido para resolver una quiebra sería demasiado largo y, por tanto, perjudicial? ¿Cuál es la tasa óptima de quiebra en una economía? Cabe destacar que la quiebra no es algo malo per se. Hülsmann explica:

---

[255] Es cierto que la existencia de una expansión del sector jurídico que capte los factores de producción de otras empresas implica la reducción de otros sectores. Por tanto, se produce una ligera caída a corto plazo de los ingresos reales en términos de bienes y servicios distintos a los servicios jurídicos. Pero la historia no acaba aquí. También debemos tener presente que las perspectivas de crecimiento a medio y largo plazo se ven fuertemente reforzadas por estas quiebras masivas. Los individuos estarán menos dispuestos a aceptar la inflación de dinero fiduciario y a incurrir en deudas. Es posible que el tamaño del estado se reduzca significativamente. Puede que surja, incluso, un sistema monetario de libre mercado.

> La quiebra desempeña la función social crucial de preservar las reservas disponibles de capital. Y desempeña este papel en todos los escenarios concebibles: cuando se produce por fraude, cuando se produce por insolvencia y cuando se produce por iliquidez. (2006, pág. 149).

Los fondos y activos se redireccionan de los inversores fallidos o fraudulentos, que han estado utilizando de forma errónea los escasos recursos sociales, a aquellos inversores más honrados y exitosos. En un libre mercado, los consumidores determinan esta tasa de quiebra por medio de sus acciones cotidianas. Naturalmente, la intervención estatal también puede provocar quiebras, por ejemplo, a través de una deflación fiduciaria. En este caso el número de quiebras excede el número considerado óptimo desde el punto de vista de los consumidores. No obstante, la deflación de precios per se no resulta en más quiebras que en el libre mercado, sino que, más bien, la intervención estatal es la causa del aumento del número de quiebras. Las intervenciones estatales pueden llevar a los empresarios a cometer un hatajo de errores en forma de inversiones erróneas al facilitar la expansión crediticia. Además, la intervención estatal puede provocar, directamente, las quiebras cuando reduce la oferta monetaria o los precios de manera coercitiva.

4.2.3.4 El origen de la deflación de precios y la producción

También es importante analizar los orígenes de la deflación de precios antes de hacer cualquier predicción sobre cambios en la producción. En primer lugar, una deflación de precios provocada por un aumento de la productividad se produce, ciertamente, como resultado de un aumento de la producción total. Los productores correspondientes también prevén esta deflación de precios (Selgin 1997, pág. 31). Esos productores aumentan la producción y venden sus bienes a un precio más

bajo que sus competidores con la esperanza de aumentar sus beneficios de esta forma. Son conscientes de la caída de precios, la anticipan y la causan de forma deliberada. En segundo lugar, una deflación fiscal o confiscatoria, es decir, una destrucción de dinero per se o de títulos monetarios por parte del gobierno, puede aplanar y acortar la estructura de producción debido al aumento de las tasas de preferencia temporal (Hoppe 2001, pág. 14). En tercer lugar, una deflación iniciada por el gobierno a través del mercado de préstamos puede resultar en una reducción de la estructura de producción y, por tanto, en una reducción de la producción total. No obstante, esta intervención también puede contrarrestar las tendencias a la ampliación de una expansión crediticia simultánea.

Independientemente de cuál sea su origen, una deflación de precios da lugar, simplemente, a una redistribución de la riqueza. No es posible conocer *ex ante* las preferencias de los ganadores y perdedores y, por tanto, tampoco pueden predecirse los efectos sobre la estructura de producción y la producción. Los críticos tienen razón al afirmar que una deflación de precios da lugar a cambios económicos. Todos los cambios en los datos económicos se corresponden a cambios en la economía. Pero estos críticos no explican por qué han de evitarse estos cambios. Tampoco explican por qué los cambios que un sistema bancario central induce a través de la inflación monetaria son, de alguna manera, mejores que los cambios provocados por la redistribución de la riqueza que resulta de la deflación de precios.

De nuevo, han de tenerse en cuenta las alternativas existentes a la deflación de precios. ¿Por qué una redistribución inflacionaria resultaría en un aumento de la producción? De lo único de lo que estamos seguros sobre la redistribución inflacionaria es de que alterará la estructura económica. Una inflación constante favorable a algunos participantes en el mercado impedirá, ciertamente, algunas quiebras. Por otra parte, la inflación perjudicaría a los

negocios y hogares que fueran los últimos en acceder al nuevo dinero, pues ya se habrían enfrentado a una estructura de precios impulsada por los que recibieron el nuevo dinero en primer lugar. Mientras que las industrias existentes podrían rescatarse, se impediría que otras empresas crecieran o surgieran.

4.2.4 Mito 3: la inestabilidad de precios inducida por la deflación resulta, necesariamente, en un caos

Una variante de este argumento, y una de las falacias más extendidas en la economía monetaria, sostiene que el crecimiento económico ha de estar acompañado por un aumento correspondiente de la oferta monetaria, es decir, que debe producirse un ajuste de la cantidad de dinero al crecimiento económico. Este «ajuste» evitaría una caída de precios. David Colander afirma que «si se produce un aumento de los bienes inmuebles, pero no un aumento correspondiente del dinero, habrá un déficit monetario que perjudicará a la economía».[256] Resulta curioso el hecho de que Colander no explique por qué perjudicaría a la economía.

No reconoce que cualquier cantidad de dinero es adecuada para desempeñar la función esencial del dinero como medio de intercambio (Rothbard 1990, pág. 34). Es posible intercambiar cualquier cantidad de bienes y servicios por casi cualquier cantidad de dinero. Un aumento del poder adquisitivo del dinero no altera su utilidad como medio de intercambio. La inflación podría, ciertamente, mantener aquellas empresas cuyos negocios se basaban en la expectativa de productos más caros. En cambio, una inflación

---

[256] Colander (1995, pág.519); Ver también Hahn (1956) para este argumento.

podría perjudicar a aquellas empresas que habían previsto precios más bajos por sus factores de producción o que habían prestado dinero. Además, la inflación propuesta, iniciada a través del mercado de préstamos, puede alargar y ampliar artificialmente la estructura de producción al reducir el tipo de interés del mercado. Puesto que el ahorro real no refuerza este alargamiento, las inversiones erróneas han de liquidarse en algún momento.[257] La iniciación y mantenimiento de un auge insostenible difícilmente puede calificarse de «equilibrio».

A pesar de ello, a menudo se supone que la estabilidad de precios sería, por sí misma, recomendable porque equilibraría la economía[258]. Por tanto, se dice que « ...[U]na deflación no es una estabilidad de precios, y la ausencia de esta estabilidad tiende a aumentar los costes de información, interferir con el mecanismo del mercado y la asignación de recursos y hacer más difícil la planificación a largo plazo (Svensson 2000, pág. 29)».

Selgin expone un argumento de peso contra esta percepción. Sostiene que un nivel de precios estable y, por tanto, «determinado» podría constituir ,por sí mismo, una fuente de información errónea, ya que no cambia a pesar de los cambios en la productividad y, por ende, alteraría una fuente importante de información para los agentes económicos (1997, pág. 45).

Además, cuando se inyecta dinero en la economía para alcanzar una estabilidad de precios y prevenir la deflación de los mismos, este hecho per se inhibe la función empresarial de abordar los posibles problemas de una deflación de precios. Cuando la caída de precios causa problemas en las relaciones

---

[257] Para consultar análisis más profundos de la teoría austriaca del ciclo económico, ver Rothbard (2001) y Rothbard (2000, Part I), Mises (1998) y Huerta de Soto (2006b).

[258] Ver Shiratsuka (2000, pág.16) y Dowd (1995, pág.722).

interhumanas, a los empresarios se les presenta una oportunidad de resolver esos problemas. Por ejemplo, podrían renegociarse deudas y salarios de forma que satisficiesen tanto a acreedores, empresarios y deudores, como a empleados. Los individuos involucrados en la negociación presentarán soluciones que tengan en cuenta las circunstancias específicas de tiempo y lugar, soluciones que quizás nos cuesta imaginar ahora porque los empresarios las aportarían en estas situaciones específicas. En cualquier caso, resulta problemático basar el argumento contra la deflación en la hipótesis de que los procesos espontáneos de mercado no pueden solucionar estos problemas y, por tanto, abogar por una política de inflación monetaria a fin de evitar una deflación de precios.

Pero centrémonos nuevamente en el objetivo de la estabilidad de precios. El cálculo económico puede ser certero con un poder adquisitivo del dinero estable, en crecimiento o en caída. Además, incluso en el caso de dar el visto bueno al argumento de que con una estabilidad de precios «garantizada», la «planificación a largo plazo» es más sencilla, éste no es un argumento concluyente contra la deflación de precios. Ciertamente, con un control de precios, la planificación a largo plazo es más sencilla, pues disminuye una de las fuentes de incertidumbre. No obstante, la estabilidad de precios no está garantizada ni siquiera con la intervención estatal, pues un gobierno podría cambiar su intervención en algún momento. Sin embargo, por el bien del argumento, vamos a suponer que las intervenciones estatales en los intercambios voluntarios son estables a largo plazo, haciendo de la planificación algo más sencillo. Debemos preguntarnos, entonces, si esta disminución de la incertidumbre per se es algo bueno. Cabe señalar, con el fin de responder esta pregunta, que muchas intervenciones estatales en el libre mercado limitan la gama de posibles acciones humanas, consideradas beneficiosas por parte de los agentes económicos, y que, podrían emprender sin esta limitación.

Debido a que hay una variedad menor de acciones posibles, la planificación, en este sentido, se vuelve más sencilla. No obstante, esta facilidad de planificación no supone una ventaja desde el punto de vista de los actores o consumidores, puesto que limita la satisfacción de sus necesidades.

Además, el hecho de estabilizar el nivel de precios no reduce los «costes de información». En realidad, los aumenta. Un cuasi «control agregado de precios», reforzado por las manipulaciones de la oferta monetaria por parte de un banco central, distorsiona los precios de mercado. Se vuelve aún más difícil obtener el conocimiento o la información necesaria para llevar a cabo operaciones comerciales de forma fructífera. Esto se debe a que los precios de mercado difieren de los que se habrían dado en ausencia de dicha intervención, pues éstos estarían basados en las preferencias del consumidor. Del mismo modo, los controles agregados de precios inhiben los ajustes que debían producirse, al rescatar empresas que no habrían sido rentables sin la manipulación de la oferta monetaria. Si el nuevo dinero se introduce en el mercado de préstamos, podría darse una mala planificación en forma de inversiones erróneas. «En resumen, la inflación bancaria engaña a los hombres de negocios al hacerles creer que la oferta de fondos ahorrados es mayor de lo que es en realidad (Rothbard 2000, pág. 5)». Los ciclos de expansión y contracción resultantes dificultan la planificación a largo plazo.

En cualquier caso, no hay ninguna razón que explique por qué los precios de libre mercado son perjudiciales y los controles de precios, beneficiosos. Tal y como señala Mises, «todo plan para convertir el dinero en algo neutral y estable supone una contradicción. El dinero es un elemento de acción y, en consecuencia, de cambio (1998, pág. 416)».

Ciertamente, los recursos se ubican de forma distinta si existe una intervención estatal. Pero es difícil imaginar cómo interfieren los cambios en los precios de libre mercado con el «mecanismo de mercado y la ubicación de recursos». Prevenir

los ajustes de precios por medio de objetivos inflacionarios hará que los reajustes necesarios se sucedan más lentamente, en el caso de haberse alterado la estructura de producción. Cuando las malas inversiones se clarifican, los empresarios podrían decidir no detener la producción, pues confían en que el banco central evite la deflación de precios.

Aparte del argumento de que la deflación de precios resulta en una planificación caótica por parte de los empresarios, existe un argumento similar que sostiene que la deflación da lugar al caos político. Así pues, Warren y Pearson afirman que «[c]on el colapso de precios mercancía y la consecuente dificultad de equilibrar el presupuesto, los ingleses han renunciado a su política de libre comercio en favor del arancel proteccionista. En un esfuerzo adicional para reducir las importaciones y mejorar la situación económica de sus productores, han iniciado una gran campaña publicitaria para 'comprar productos ingleses' (1933, pág. 297)».

En efecto, en períodos de deflación de precios, puede darse una tendencia al aislamiento económico, pues los productores empiezan a experimentar dificultades financieras y exigen la aplicación de políticas proteccionistas. No obstante, esto depende de la retórica de los políticos y grupos de presión, así como del conocimiento del público sobre la teoría de la deflación. En cualquier caso, las políticas proteccionistas, y no la deflación de precios, son las responsables, en última instancia, del aislamiento económico. Además, la inflación de precios y las devaluaciones competitivas también pueden resultar en aislamiento económico.

Del mismo modo, Warren y Pearson señalan que, en períodos de deflación de precios, habría una demanda popular de que gobernase un dictador (1933, pág. 299). Hayek teme que la deflación surgida en una economía con salarios rígidos pueda provocar desempleo, que dictadores

como Adolf Hitler[259] podrían utilizar en su beneficio. Es posible que el argumento de que puede haber salarios reales elevados durante una deflación sea cierto, pero durante una inflación, o en cualquier momento, los salarios reales podrían ser demasiado elevados debido a los privilegios concedidos a los sindicatos o a intervenciones estatales directas en el mercado laboral. Además, la alternativa a la deflación de precios es el intento de evitarla mediante una inflación monetaria. La inflación monetaria podría impedir, durante cierto tiempo, que se diera un reajuste necesario de la estructura de producción. No obstante, tan solo pospondría este ajuste y haría necesaria una crisis más grave en el futuro. En cualquier caso, la inflación monetaria también llevaría a una redistribución, que también podría utilizar en su beneficio un dictador o demagogo que llegue al poder. De hecho, un demagogo podría utilizar cualquier situación en su beneficio. El éxito que tenga dependerá, en gran parte, de la educación del público sobre las consecuencias de la deflación, así como el amor del público por la libertad.

4.2.5 Mito 4: La deflación lleva necesariamente a un desempleo masivo

La afirmación de este argumento se basa en que los salarios son rígidos. La deflación de precios resulta en un aumento de los salarios reales y, por tanto, en desempleo (Keynes [1936] 1964, pág. 291; Svensson 2000, pág. 29).[260] Sin embargo, la deflación de precios no es la causa final del desempleo. En última instancia, el desempleo solo tiene dos causas posibles.

---

[259] Hayek (1979, pág.15).

[260] Para consultar una disertación sobre la rigidez de precios como justificación de una expansión crediticia por parte de un sistema de banca con reserva fraccionaria, ver Bagus y Howden (2011, 2012b).

La primera es que el desempleo es voluntario y el trabajador no quiere trabajar por el salario que el empresario está dispuesto a pagarle a cambio de su trabajo.[261] O, la segunda, es que al trabajador le es imposible aceptar lo que habría sido una oferta del empresario debido a intervenciones estatales (leyes de salario mínimo y monopolio sindical). Si, debido a una deflación de precios, desciende el salario nominal que el empresario está dispuesto a ofrecer, tan solo se dará un desempleo voluntario o un desempleo causado por intervención estatal.

Es cierto que los «contratos no pueden modificarse constantemente», con el fin de reflejar los cambios en los precios; por tanto, «los costes tienden a imitar a los precios en un intervalo determinado». Cabe destacar que «...los precios contractuales establecidos…carecen de sentido, por si mismos, como precios rígidos. Se refieren a acuerdos sobre la división del valor de la producción». De ahí que puedan resultar en «una ganancia especulativa para una parte y una pérdida especulativa para la otra (Hutt 1995, pág. 401)». Por tanto, se producen cambios constantes en los salarios reales (y en el resto de rentas reales de factores), pero no existe una legislación económica sistemática que establezca que estos cambios son siempre aumentos del salario real. También es posible que las partes de un contrato salarial sobreestimen la deflación de precios. En este caso, los salarios reales caerían por debajo del nivel estimado. Tanto los empresarios como los trabajadores prevén los precios futuros y los tienen en cuenta a la hora de establecer contratos a largo plazo. Obviamente, pueden equivocarse, pero en ambas direcciones, mientras caen o aumentan los precios generales.

---

[261] También es posible que un trabajador se encuentre, todavía, en proceso de buscar mejores oportunidades laborales.

En cualquier caso, la inflación no es un remedio contra los salarios reales excesivamente altos debido a los privilegios sindicales, pues es muy poco probable que la inflación de precios engañe todo el tiempo a los sindicatos. Éstos podrían intentar anticipar los cambios en el nivel de precios. Tal y como observa Mises en relación al desempleo en Alemania durante la Gran Depresión:

> Los intentos de los sindicatos de acceder a salarios más elevados de lo que habrían sido en un mercado no alterado y los esfuerzos del gobierno de aliviar las dificultades que experimentan muchos grupos de productores no tienen nada que ver con el hecho de que los precios monetarios reales sean más altos o más bajos. Los sindicatos ya no protestan por el nivel salarial, sino por el nivel del salario real. El hecho de que los productores de centeno, trigo, café, etc. se vean obligados a pedir una intervención estatal no se debe a los precios bajos, sino a la falta de rentabilidad de sus empresas (Mises 1978, pág. 198)[262].

Cabe añadir que, a la hora de prever los cambios en el nivel de precios, los sindicatos también pueden sobrestimar la inflación de precios. Si sobrestiman la inflación de precios, podría haber más desempleo que antes (Röpke 1995, pág. 378; Hutt 1995, pág. 400).

4.2.6 Mito 5: la deflación de precios puede sumergir a la economía en una trampa de liquidez, es decir, en un desastre

Una trampa de liquidez es «una situación de muchos años con deflación persistente, expectativas deflacionarias, tipos de

---

[262] Traducción del original en alemán (Mises 1931, págs. 29–30). [En este caso, la cita es una traducción de la traducción al inglés del autor de este trabajo]

interés cero y política monetaria ineficaz (Svensson 2000, pág. 27)». Posteriormente, Svensson califica la trampa de liquidez como perjudicial: «Aún así, dado el daño potencial que puede causar una trampa de liquidez…, preparaos para lo peor (pág. 31)». ¿Cómo llega a esta conclusión?

En una trampa de liquidez, expone el argumento, ya no funciona el típico estímulo keynesiano—es decir, un aumento de la oferta monetaria que «lleve a un tipo de interés más bajo, el cual, a su vez, resulte en una inversión mayor y, por tanto, en un mayor gasto agregado (Krugman 1999, pág. 2)[263]». Ello se debe a que, en una economía sumida en una trampa de liquidez, el tipo de interés, ya cercano a cero, no puede reducirse y prácticamente no hay inversión. Las operaciones de mercado abierto no pueden aumentar la inversión, pues «el sector privado solo mantiene una base monetaria creciente en lugar de mantener bonos (Svensson 2000, pág. 28)».

Es probable que las intervenciones en divisas también sean ineficaces, pues los extranjeros que crean en una mayor apreciación de la divisa conservarán, del mismo modo, el nuevo dinero. Esto explica por qué «tanto Europa como Estados Unidos también temen caer en una trampa de liquidez (Krugman 1999, pág. 2)».

Existen tantos errores en este argumento que su crítica debe exponerse por partes.

Una parte del argumento sostiene que, si el tipo de interés nominal es cercano a cero, una deflación que dé lugar a expectativas deflacionarias resultará en un aumento de los tipos de interés real (Taylor 2001, pág. 41), pues el tipo de

---

[263] Este razonamiento keynesiano es erróneo porque un aumento de la oferta monetaria por medio del mercado de préstamos no resulta en más inversiones en forma de recursos reales, sino en inversiones erróneas de estos recursos y en un mayor gasto nominal.

interés nominal no puede volverse negativo.[264] Por tanto, si se espera que la deflación continúe, «los costes reales de préstamo se tornan prohibitivos». Eso «plantea especiales problemas para la economía y la política (Bernanke 2002, pág. 3)», porque la inversión y el gasto se reducen. En efecto, con una deflación perfectamente anticipada, la inversión y el gasto se reducirían y los precios se adaptarían de forma inmediata a los niveles previstos. Lejos de estar en una trampa, desde ese momento en adelante, las expectativas deflacionarias no persistirían.

Así pues, Rothbard refuta el argumento de que existen tipos de interés real excesivamente altos y afirma que el tipo de interés natural, es decir, el diferencial esencial de precios, no debe modificarse por una expectativa general de caída de precios. «... [E]n la medida en la que se prevea [la deflación], [los empresarios] guardarán dinero en lugar de adquirir factores. Esto reducirá, *de forma inmediata*, los precios de los factores a sus niveles previstos en el futuro (Rothbard 2001, pág. 694). En este contexto, los mercados flexibles de factores son muy importantes.

Las previsiones parciales aceleran el ajuste de los precios y reducen el componente de poder adquisitivo del tipo de interés del mercado. Naturalmente, si no todos los empresarios prevén una deflación de precios, podrían darse préstamos con un tipo de interés nominal positivo.

Por tanto, un tipo de interés nominal cercano a cero que se dé en un período de deflación prevista no impide pedir

---

[264] Cabe añadir, que es contradictorio incluir como costes de deflación tanto el desempleo inducido por la rigidez de salarios como el descenso de las inversiones debido al aumento del tipo de interés real (Ver Borio y Filardo 2004, pág.8). Los salarios serán demasiado altos debido a la deflación de precios solo cuando ésta surja de forma imprevista. Y los tipos de interés real aumentarán por encima del tipo nominal solo si existe una expectativa deflacionaria.

préstamos o invertir, pues las inversiones vienen dadas por el tipo de interés natural, es decir, por las preferencias temporales individuales en el mercado.[265] Una caída de precios prevista no impedirá invertir mientras exista una difusión suficientemente elevada entre los precios de adquisición y los precios de venta esperados. Esta difusión viene dada por la preferencia temporal en el mercado. También ha de tenerse en cuenta que los tipos bajos de interés nominal, independientemente de que sean tipos elevados de interés real, dan lugar a un aumento en los precios de mercado de los bienes de capital, pues su flujo de ingresos futuros se descuenta con un tipo de interés más bajo. Por tanto, los precios de mercado de bienes de capital aumentarán rápidamente a medida que los tipos de interés se aproximen a cero y estimulen las inversiones en la producción de estos bienes de capital.

Otra parte del argumento de la trampa de liquidez expone que las expectativas deflacionarias hacen que se posponga el gasto (Cargill 2001, pág. 116). De nuevo, esta procrastinación del gasto, es decir, la especulación, aceleraría la deflación de precios al nivel previsto, así como los ajustes. Este «atesoramiento» llevaría al aumento deseado del saldo real de caja por medio de la caída de precios sin modificar el ingreso real, siempre que la proporción consumo/inversión se mantenga estable. Por tanto, esta procrastinación no implica, necesariamente, una reducción de la producción. Una vez que los precios han caído hasta el nivel previsto, se vuelve a gastar. «Además, la demanda de dinero no puede ser infinita (Rothbard 2001, pág. 692), porque todo el mundo debe consumir en algún momento».

Del mismo modo, el hecho de decir que, durante una deflación de precios, la gente no consume en absoluto porque

---

[265] Ver Rothbard (2000, pág.40).

los precios serán más bajos en el futuro, sería el equivalente a decir que, durante una ligera inflación de precios, la gente no ahorraría en absoluto, sino que consumiría su ingreso de forma inmediata porque los precios de los bienes serán ligeramente más elevados en el futuro. En este contexto, no debemos olvidar que los individuos prefieren disfrutar los bienes y servicios más pronto que tarde. Por tanto, en algún momento, empezarán a comprar, incluso aunque prevean un aumento futuro del poder adquisitivo del dinero (Hülsmann 2006, pág. 64).

A menudo, se espera una caída de precios en el sector de la tecnología debido al aumento de la productividad. Imaginemos que se espera una caída de precios en el conjunto de la economía. De forma similar a lo que ocurre en el sector de la tecnología, el gasto actual no se detendría. En algunos casos, los individuos podrían retrasar sus compras a fin de aumentar el gasto en el futuro. Si se espera una caída de precios debida al aumento de la productividad, es posible que se redirija el gasto del consumo a la inversión. Por tanto, es posible que el consumo caiga de forma marginal durante una deflación de precios. A medida que se consumen menos bienes, quedan disponibles más bienes y servicios para la inversión y ampliación de la estructura de producción. Los proyectos de inversión que antes no eran rentables ahora lo son debido al descenso marginal del consumo. A medida que aumentan las inversiones con respecto al consumo, la producción, en lugar de caer, tiende a aumentar durante una deflación de precios (Hülsmann 2006, págs. 64–65).

Otra temida característica de la trampa de liquidez es que, debido a que los tipos de interés nominal son cercanos a cero y a los tipos elevados de interés real, el banco pierde su poder para usar una expansión crediticia a fin de «estimular la

demanda agregada (Bernanke 2002, pág. 3)».[266] Por extraño que pueda parecer, se supone que éste es un argumento contra la deflación de precios. A ojos del banco central, resulta absurdo que se dé un proceso de redistribución de riqueza por medio de una expansión crediticia. Por tanto, el banco central, podría, de hecho, abstenerse de promover una mayor expansión del crédito. De darse el caso, la estructura de producción dejará de verse alterada. Así pues, no se producirán más inversiones erróneas, condenadas a la liquidación. En otras palabras, el banco central ya no iniciará un ciclo de expansión y contracción.[267]

El economista que teme una trampa de liquidez porque reduce las oportunidades que tiene un banco central de «estimular» la economía no ve que, aparte de sus efectos distribucionales, un aumento de la oferta monetaria podría dar lugar a una prolongación artificial de la estructura de producción. Esta alteración ha de corregirse tarde o temprano por medio de la liquidación de inversiones erróneas. El problema de una trampa de liquidez no son los tipos de interés demasiado elevados, sino los demasiado bajos.

---

[266] Ver, también, Svensson: «Cuarto ,y posiblemente igual de importante, la ineficacia de la política monetaria elimina toda posibilidad de utilizar la política monetaria con fines estabilizadores (2000, pág.29)». Es difícil imaginar por qué esto sería malo, pues «la política monetaria para fines estabilizadores», tan solo significa interferir en los ajustes de mercado. Y no se deduce, a partir del supuesto de que la aplicación de la política monetaria puede ser complicada durante un período de deflación, que esta deflación sea perjudicial y deba prevenirse.

[267] La mayoría de los teóricos siguen proponiendo una forma de expandir el crédito y salir de la trampa de liquidez. Encontrar una forma de salir de la trampa de liquidez es, en realidad, la problemática que quiere resolver la mayor parte de estos escritores. Ver, por ejemplo, Goodfriend (2001, pág.24) y Cargill (2001, pág.131).

En una trampa de liquidez, los agentes económicos están sobreendeudados.[268] Los tipos de interés más elevados resultan en un menor valor del capital de deudas antiguas. Por tanto, los tipos de interés más elevados permiten liquidar antiguas deudas a un precio más bajo, lo que reduce el sobreendeudamiento. Los tipos de interés más elevados también aceleran la liquidación de inversiones erróneas. Tanto la liquidación de inversiones fallidas como la reducción de deuda contribuyen a reducir la incertidumbre e iliquidez de los agentes económicos. Las instituciones sólidas y la caída de precios de factores estimulan la confianza y las inversiones. Por tanto, la deflación de precios desempeña un importante papel para salir de una trampa de liquidez. Las medidas inflacionarias, los tipos bajos de interés y las intervenciones estatales retrasan el proceso de recuperación.

4.3 Causas teóricas del rechazo hacia la caída de precios

4.3.1 Prejuicios contra la deflación de precios

Durante mucho tiempo, han existido prejuicios contra la deflación de precios y la deflación monetaria. En el capítulo 2, he explicado las teorías económicas que consideran la deflación de precios como algo perjudicial y cómo éstas se tornan aún más negativas respecto a la deflación con el paso del tiempo. En el apartado 4.2, he refutado los principales argumentos contra la deflación. También he destacado el hecho de que estos argumentos y teorías surgen, a menudo, durante una deflación de precios. Además, en el apartado 4.2.4, he analizado el argumento de que la deflación de

---

[268] Tal vez sea más acertado denominar la situación como trampa de iliquidez, pues los agentes sobreendeudados se consideran ilíquidos.

precios es perjudicial porque incita al malestar social y al caos político. En el apartado 4.1.2.3, he explicado cómo la deflación de precios puede reducir de forma potencial el poder del estado y que su medicina prescrita, es decir, la inflación monetaria, es favorable al estado y a sus grupos vinculados. Así pues, esto podría explicar los prejuicios anti-deflacionarios de las instituciones con vínculos gubernamentales y grupos de interés como los bancos, el sistema educativo o los medios de comunicación. Ahora, es el momento de explicar con mayor detalle las razones teóricas del rechazo a la deflación de precios. Se prestará especial atención a la cuestión de por qué no se rechaza la inflación de precios de forma tan severa como se rechaza la deflación de precios.

4.3.2 Las teorías falaces y el gobierno

Las teorías influyen en las ideas de los individuos. Si los individuos tienen en mente que algo es perjudicial para ellos, lo rechazarán. Tal y como se ha expuesto en el capítulo 2, la mayor parte de las teorías económicas consideran la deflación como algo perjudicial. Hoy en día, la investigación económica en este ámbito está subvencionada, mayormente, por el sistema universitario estatal o el banco central, es decir, por dos instituciones que temen la deflación de precios y obtienen beneficio de una inflación monetaria.[269] Las ideas académicas con respecto a la deflación se presentan al público, por tanto, a través de «distribuidores de segunda mano» de ideas como los medios de comunicación y los profesores. Por tanto, una

[269] White (2005) describe la influencia del Sistema de Reserva Federal sobre la investigación monetaria. Muestra cómo, en 2002, la mayor parte de artículos sobre política monetaria se publicaron en revistas federales o estaban autorizados por economistas de la Reserva Federal.

de las razones por las que la deflación puede provocar malestar social es que al público se le repite una y otra vez que la deflación de precios es perjudicial.

4.3.3 La redistribución deflacionaria y su rechazo

Desde un punto de vista teórico, entendemos por qué pueden existir razones por las haya descontento entre los individuos durante un período de caída de precios. En todo desarrollo económico, ganar y perder depende de la anticipación a acontecimientos futuros y de la coordinación de la actividad propia en función de esta anticipación. En este caso, ganar y perder depende de la anticipación a la caída de precios y la explotación de la misma. La caída de precios implica pérdidas para los empresarios que no previeron el futuro de forma certera y pagaron precios excesivamente altos por los factores de producción, es decir, precios de factores que harán que sufran pérdidas. Del mismo modo, sufrirán pérdidas aquellos individuos cuya carga real de deuda esté aumentando. Durante una deflación de precios los deudores pierden y los acreedores ganan.[270] En una deflación, la presión sobre los deudores tiende a aumentar lentamente, lo que, a nivel psicológico, puede causar malestar.

Cabe añadir que, en una deflación por crecimiento, esto no significa que los productores no puedan liquidar sus deudas y caigan en quiebra. Si bien aumenta el valor real de las obligaciones de los deudores, también lo hace su ingreso real,

---

[270] Resulta irrelevante si la deflación de precios estaba prevista o no. Los deudores (y acreedores) pierden (y ganan) con respecto a una situación en la que los precios no hubieran caído. Se opondrían a la deflación de precios aún si la hubieran anticipado, porque pierden en relación con un escenario con precios más elevados.

mientras los pagos nominales se mantienen estables.[271] Esto es así porque aumenta la productividad de los productores, así como su producción. Los precios de los productos que venden están cayendo, pero están vendiendo más, lo que podría equilibrar la caída de precios. Además, los productores aumentan la producción precisamente porque creen que con ello maximizarán sus ingresos. Por tanto, no experimentan, necesariamente, dificultades a la hora de liquidar sus deudas. Tan solo experimentarán una reducción de su ingreso monetario aquellos productores cuyos ingresos de venta caigan más rápido que sus ingresos de adquisición.

4.3.3.1 La apariencia de las pérdidas

La razón del malestar radica en la diferencia de redistribución económica durante un período de deflación de precios, en comparación a un período de inflación de precios. Los efectos redistributivos de la deflación de precios son todo lo contrario a los de la inflación de precios cuando los acreedores pierden y los deudores ganan, pues se reduce la carga real de deuda. Entonces, ¿por qué hay más rechazo a una deflación de precios que a una inflación de precios? Los efectos no son, exactamente, lo contrario a los que ocurren durante una inflación por múltiples razones. En primer lugar, durante una inflación de precios, la redistribución se oculta más que en una deflación de precios. En una inflación de precios los acreedores pierden lentamente, no de forma abrupta, a medida que el dinero que reciben a través de sus préstamos pierde poder adquisitivo. Los acreedores pueden adquirir menos bienes y servicios de los que habrían adquirido sin la inflación de precios. Esta pérdida apenas es casi invisible,

---

[271] Ver Selgin (1997, pág.42).

pues los individuos no saben lo que podrían haber comprado sin la inflación de precios. Por el contrario, en una deflación de precios la carga real de deuda puede volverse tan cuantiosa que se renegocie la deuda o el deudor caiga en quiebra.[272] En el último caso los activos se devuelven al acreedor. Esto no perjudica, necesariamente, a la producción, pues solo cambia la propiedad de activos productivos y durante el proceso de quiebra se puede producir como antes. Se puede afirmar, incluso, que esta redistribución fomentaría, probablemente, la producción a largo plazo. Esto podría deberse a que la redistribución va de personas que tienden a ahorrar marginalmente menos (preferencia temporal mayor), deudores, a personas que tienden a ahorrar marginalmente más (preferencia temporal menor), acreedores. Por tanto, el ahorro total podría aumentar con esta redistribución.

El proceso de quiebra, no obstante, implica una diferencia importante en la redistribución deflacionaria con respecto a la redistribución inflacionaria, donde se producen pocas quiebras. La redistribución por quiebra es muy visible y, a menudo, supone una tragedia personal. La persona que cae en quiebra es, probablemente, más consciente de la pérdida que ha sufrido que el acreedor que sufre pérdidas durante una inflación de precios.

4.3.3.2 Difusión de las pérdidas

Durante una inflación de precios, el peso de la carga de pérdida cae, por lo general, sobre varios hombros, sobre grandes sectores de la población. Todo aquel que posea, o

---

[272] A este respecto, ver también Hülsmann (2008, pág.27). Felix Somary (1959, pág.185) expone un argumento similar en el que se compara la visibilidad de los costes de inflación y el impago.

preste dinero se verá afectado. Por tanto, con una inflación de precios lenta y constante, la tendencia a la resistencia o malestar social será menor que con una deflación de precios. Esto es así porque durante una deflación de precios las pérdidas no suelen extenderse demasiado. Los vendedores cuyos ingresos de venta están cayendo más rápido que sus ingresos de compra son menos y están mejor organizados que los consumidores que se están beneficiando. Además, por lo general, un deudor o empresa deudora tiene varios acreedores. Esto implica que, en una deflación de precios, la ganancia se reparte entre muchos acreedores mientras que el deudor (o la compañía deudora) asume el total de pérdidas y puede caer en quiebra. Debido a que el peso de la carga no cae sobre varios hombros, es más probable que surja malestar social durante una deflación que durante una inflación de precios.[273]

4.3.3.3 Organización y poder de ganadores y perdedores

A lo largo de la historia, los grupos que han sufrido pérdidas durante una inflación de precios estaban peor organizados que los grupos que han sufrido pérdidas durante una deflación de precios.[274] En una inflación de precios, los grupos

---

[273] La literatura sobre la elección pública hace hincapié sobre los costes de organizar un grupo de interés a fin de solicitar transferencias de riqueza por medio de una intervención estatal o defenderlas de esta intervención. Ver Robert Ekelund, Jr. y Robert Tollison (2001). Si el impacto de la carga incide sobre unos pocos hombros, es más fácil organizar grupos de interés que soliciten transferencias de riqueza porque hay un incentivo mayor para hacerlo. La protesta contra la deflación de precios también es relativamente fácil de organizar cuando ya existe un grupo organizado que se utilice para otros fines.

[274] Para consultar la percepción de la literatura sobre la elección pública con respecto a la cuestión de por qué pueden organizarse más fácilmente

con un ingreso relativamente fijo como arrendatarios y acreedores sufren pérdidas. Tal y como he explicado en el apartado anterior, estos grupos son bastante grandes. Tienden a organizarse de forma deficiente, repartiendo los beneficios de la organización entre muchos integrantes y facilitando comportamientos parasitarios. Los grupos que sufren pérdidas durante una deflación de precios, por su parte, son relativamente pequeños y, por tanto, pueden organizarse mejor.[275] Esto es así porque la problemática del parasitismo no es tan grave. Los beneficios de la organización del grupo son elevados en relación con los costes individuales que deben asumir los integrantes del mismo.

Por tanto, los grupos que sufren pérdidas durante una deflación de precios, normalmente, están mejor organizados. Grupos como agricultores endeudados y negocios corren el riesgo de sufrir pérdidas considerables durante una deflación de precios. Esto explica su férreo rechazo y el éxito de su organización. Por lo general, esos grupos también han tenido una mayor influencia política. Los propietarios de viviendas, si bien no han estado tan bien organizados como los agricultores o negocios, constituyen un factor político importante. Los propietarios de viviendas sobreendeudados podrían perder algo esencial en sus vidas: sus hogares. No es sorprendente el hecho de que los miembros de este grupo ejerzan una oposición férrea o violenta cuando pierdan sus casas. Los agricultores han conseguido organizar un grupo bastante sólido, pues su organización ofrece servicios a los que miembros ajenos al grupo pueden acceder.[276] También es

---

unos grupos para fines de búsqueda de ingresos en relación a otros grupos, ver, por ejemplo, Gordon Tullock (1967) o Mancur Olson (1971).

[275] Ver, por ejemplo, Olson (1971, págs. 5–52).

[276] Olson (1971, pág.132) explica que, en los grandes grupos, se puede eliminar la problemática del comportamiento parasitario si se ofrecen servicios «derivados», de los que puedan excluirse a los miembros ajenos

posible organizar los intereses empresariales en pequeños grupos con férreos intereses comunes.[277] En efecto, las empresas tienen mucho que perder durante una deflación de precios. A lo largo de la historia, uno de los mayores deudores ha sido, a menudo, la élite empresarial. Esta élite rechazará tajantemente una deflación de precios que puede provocar su quiebra. Normalmente, está muy bien organizada, con una estructura probada, es muy influyente, y, a menudo, «es demasiado importante para quebrar», lo que implica una gran influencia política. No es sorprendente el hecho de que se oponga a la caída de precios, pues sufre pérdidas en relación a otros grupos, y, con frecuencia, estas pérdidas son totales. En otras palabras, la élite se beneficiaría de la inflación de precios por la que aboga.

En general, las élites de nuestra sociedad moderna se benefician enormemente con nuestro sistema monetario actual, propenso a la inflación. En un sistema propenso a la inflación de precios, resulta absurdo ahorrar en efectivo y comprar activos como bienes inmuebles posteriormente. Más bien, los individuos se endeudan para adquirir activos. Posteriormente, la inflación de precios reduce la carga de deuda. Los individuos pueden utilizar los activos adquiridos como garantía para acceder a nuevos préstamos, que aumentan aún más los precios de los activos, es decir, los individuos que poseen activos podrían utilizarlos para comprar aún más activos con dinero nuevo. En este mundo de precios en aumento, es lógico que individuos y empresas se endeuden. Como consecuencia, las élites de nuestra sociedad como propietarios ricos de activos, empresas, instituciones financieras y gobiernos, se han vuelto cada vez más

---

al grupo. Para los agricultores estos servicios podrían ser revistas de agricultura, servicios educativos, etc.

[277] Ver Olson (1971, pág.143).

dependientes de la creación de dinero a fin de reducir sus deudas reales.

Una deflación de precios cruda y larga provocaría la quiebra de la mayor parte del sistema financiero, la élite empresarial y los gobiernos.[278] Analicemos el caso de los gobiernos. Los gobiernos prefieren financiar sus gastos por medio de deudas antes que financiarlos por medio de un aumento de impuestos. Prefieren una financiación de deuda porque el aumento de impuestos es más impopular, pues clarifica los costes del gasto estatal. El sistema bancario podría financiar estas deudas de forma directa o indirecta por medio de la creación de dinero. De hecho, hoy día, una gran parte de las deudas estatales están sufragadas por el sistema financiero. Un impago del gobierno provocado por una deflación de precios prolongada produce grandes pérdidas para el sistema financiero.[279] Debido a la interconectividad del sistema financiero, éste podría colapsar. Seguidamente se produciría una contracción crediticia y se intensificaría la deflación de precios. Una quiebra provocaría la siguiente. Con el tiempo, los agentes económicos que dependieran de una mayor inflación de precios tendrían que interrumpir los pagos.

---

[278] Hülsmann (2012, p.99) destaca el hecho de que políticos de todos los partidos, independientemente de su ideología y a pesar de sus diferencias en otros ámbitos, siempre coinciden en su rechazo a la deflación de precios.

[279] Es cierto que los bancos, al ser acreedores, se encuentran en el bando vencedor durante una deflación de precios. No obstante, cuando el propietario de una vivienda deja de pagar la hipoteca y el banco tiene que apropiarse de la vivienda, éste tiende a sufrir pérdidas, especialmente en un entorno en el que se está produciendo una caída drástica de los precios inmobiliarios. Una carga real de deuda mayor suele coincidir con pérdidas en los activos de los bancos en una deflación de precios abrupta causada por una contracción crediticia.

En resumen, las quiebras masivas provocadas por una deflación de precios perjudicarían los intereses del sistema bancario, los negocios endeudados y los gobiernos. Las élites actuales perecerían y surgirían nuevas. Las élites actuales han podido prevenir una deflación de precios al estar bien organizadas y mantener cargos políticos y financieros.

No obstante, los grupos que se benefician durante una deflación de precios son más numerosos y, normalmente, no están bien organizados. Las grandes masas de trabajadores y consumidores suelen obtener beneficios durante una deflación de precios. También se benefician los ahorradores y acreedores durante una deflación de precios. Sin embargo, tal y como se ha mencionado anteriormente, sus ganancias tienden a repartirse entre más individuos que sus pérdidas. Así, los ganadores de una deflación de precios no se opondrán con vehemencia a la presión pública ejercida por los grupos poderosos y bien organizados durante un período de caída de precios.

4.3.4 La ilusión y desilusión monetaria

Otra de las razones por las que puede existir un rechazo hacia la deflación de precios es una ilusión monetaria.[280] Cuando se produce una deflación de precios, la riqueza y el ingreso pueden caer en términos nominales.[281] La ilusión monetaria puede referirse, por tanto, al ingreso y la riqueza.

---

[280] Bordo et al. afirman que esta situación se produjo, probablemente, durante los años 1980 y 1990 (2004, pág.16).

[281] Éste no tiene por qué ser el caso de todas las deflaciones de precios. En una deflación por crecimiento, por ejemplo, el ingreso en términos nominales podría no caer para todo el mundo, pues la producción ha aumentado. El valor descontado de la productividad marginal de los trabajadores (VDPM) podría permanecer constante ya que aumenta la

Analicemos primero la ilusión de los ingresos. Los individuos podrían verse más pobres aún si su ingreso real no ha cambiado o incluso si está aumentando. De hecho, existe una razón psicológica por la que existe un mayor rechazo a la caída de precios que al aumento de precios. A mucha gente le preocupa más su futuro como productora que su futuro como consumidora.[282] Así pues, cuando los precios caen de forma general, la gente tiende a obviar el hecho de que también lo hacen muchos precios de los bienes que adquieren. Más bien, se centrarán en el precio del bien o servicio que venden. Rechazarán la caída de precios porque este precio, ya sea de servicios laborales, o de un bien producido, parece ser muy importante para el futuro. A un trabajador, cuyo salario se reduzca, tiende a preocuparle más la reducción de su salario que el hecho de que sus precios de consumo también caigan. A un productor, ante una caída en los precios de sus productos, podría preocuparle más esto que el hecho de que caigan los precios de sus factores de producción y consumo. En ambos casos, el precio de venta se considera, de alguna forma, un precio muy personal. Se rechaza la caída de este precio personal.

Analicemos ahora la ilusión de riqueza. Durante una deflación de precios, pueden caer los precios de activos como las máquinas. Por tanto, las empresas pueden sufrir pérdidas contables, aunque no experimentan pérdidas en términos reales. No obstante, además de la ilusión contable existe también una desilusión provocada por la caída del valor nominal de la riqueza. Los individuos podrían verse más pobres debido a la caída en los precios de activos. Por ejemplo, los precios de activos caen en una contracción del

---

productividad física. Ver Rothbard (2001, págs. 387–409), sobre el concepto de VDPM.

282 Ver Stolper (1966, pág.137).

crédito bancario producida durante una recesión. Puede producirse un crack bursátil. Cuando se desploman los precios del mercado de valores, los inversores bursátiles se arrepienten de sus decisiones. De repente, se dan cuenta de que han realizado, mayormente, inversiones erróneas durante el auge artificial. Naturalmente, estas inversiones fallidas se realizaron, probablemente, hace mucho tiempo, pero es ahora cuando se evidencia que estas inversiones eran, en realidad, inversiones fallidas. Antes de que se diera el crack bursátil, los inversores, cegados por una ilusión de riqueza, no se daban cuenta de la destrucción de riqueza real por medio de inversiones fallidas. Ahora, debido a la caída de precios de activos, aparece una dolorosa desilusión.

Algo similar a la desilusión del mercado de valores se produce cuando, durante una deflación de precios, hay una quiebra debido al aumento de las deudas reales. El deudor lo pierde todo y el acreedor, a menudo, tan solo puede recuperar parte de su inversión en términos monetarios. Además, en ocasiones el acreedor debe esperar mucho tiempo hasta recuperar su inversión. Debido a la quiebra, se evidencia que se ha realizado un proyecto de inversión inviable. La destrucción de riqueza real se manifiesta en la quiebra. La ilusión consistía en el hecho de que, antes de producirse la quiebra, los individuos no eran conscientes de la destrucción de riqueza real. Creen que ha sido la quiebra la que ha destruido la riqueza real. No obstante, fueron las inversiones las que provocaron esta destrucción. Pero esto tan solo se manifiesta durante la quiebra.

Existe otra posible desilusión con respecto a la riqueza de las personas. Durante una contracción crediticia, provocada por la deflación de precios, el sistema de banca con reserva fraccionaria puede experimentar dificultades. Cuando los depositantes no pueden recuperar la totalidad de sus depósitos o tienen que esperar para retirarlos, se genera descontento. Ahora saben que su banco ha utilizado y

prestado sus depósitos. Sin embargo, la incapacidad del banco para devolver estos créditos es, tan solo, una manifestación de la redistribución que se había producido con anterioridad.

Durante una inflación de precios, por su parte, puede producirse lo contrario. Los individuos se ven más ricos debido a los beneficios contables y a los aumentos en precios de activos e ingresos nominales. El optimismo se generaliza y todo parece posible. Esto explica por qué existe un menor rechazo a una inflación de precios que a una deflación de precios. Así pues, la ilusión y desilusión monetaria podrían ser una razón del malestar social.

4.3.5 Deflación y recesión

El rechazo a la deflación también se debe a que, a menudo, coincide con una recesión y una deflación del crédito bancario. Por tanto, la deflación se asocia a la recesión. Tal y como se ha mencionado anteriormente, durante una recesión, se evidencia que el auge artificial era una ilusión y que se han realizado muchas inversiones erróneas. Por tanto, a los individuos, en general, no les va bien durante una recesión. No es solo un período de desilusión, sino también un período de penurias sociales provocado por la adaptación de la estructura de producción. Las empresas caen en quiebra. El capital se desplaza, y mucha gente pierde el empleo y debe buscar trabajo en otra parte.

La gente tiende a considerar la deflación de precios como la causa de la recesión, tan solo porque, a veces, ésta se da al mismo tiempo que una recesión. No obstante, es cierto el caso contrario, la deflación de precios no es la causa de la recesión, sino la consecuencia de una contracción del crédito bancario, la cual, a su vez, se debe a la expansión del crédito bancario. Los individuos confunden la deflación

de precios con depresión y la inflación de precios con auge. Por tanto, la asociación de la deflación de precios con depresión es una de las razones del rechazo a la deflación de precios.

Capítulo 5
Dos ejemplos históricos de deflación

5.1 La deflación por crecimiento en Estados Unidos desde 1865 hasta 1896

5.1.1 Introducción

Desde 1865 hasta 1896, Estados Unidos se vio sumido en uno de los períodos de deflación de precios más largos de la historia. Como tal, su historia está, parcialmente, forjada por una caída continua de precios y supone, por tanto, un caso histórico de especial interés. Una de las principales causas de esta caída de precios fue el crecimiento del sector económico, lo que hace necesario el análisis de esta deflación por crecimiento. Este análisis ayudará a ilustrar el hecho de que la caída de precios no supone problema alguno para el crecimiento económico.[283] Más bien, en este caso particular, fue el propio desarrollo económico el que provocó la caída de

[283] Un argumento muy popular contra el patrón 100% oro es que un sistema de este tipo obstaculizaría el crecimiento económico. Cuando la oferta de oro no pudiera responder al ritmo del crecimiento económico, los precios caerían y se produciría una recesión. Uno de los mitos más generalizados entre los economistas es que la oferta monetaria debe aumentar tan rápido como la productividad para prevenir la deflación de precios. La deflación por crecimiento surgida en Estados Unidos pone de manifiesto que este argumento es, solamente, un mito.

precios. Además, podremos apreciar, en general, que la caída de precios resulta, como todo cambio en los datos económicos, en un cambio de la posición relativa de riqueza de todos los participantes en el mercado. Cuando una gran variedad de precios cae durante un largo período de tiempo, se pueden producir cambios sustanciales en las posiciones relativas, o incluso absolutas, de riqueza y redistribuciones de los empresarios que previeron esos cambios a aquellos que no lo hicieron. Observaremos, del mismo modo, que esos cambios en las posiciones relativas de riqueza dieron lugar a un malestar social por parte de aquellos que sufrieron un deterioro de su posición relativa de riqueza. Este grupo de empresarios estaba formado, en su mayoría, por miembros de las clases económicas dirigentes que, por lo general, se oponían al cambio y por individuos o empresas endeudados que sufrieron un aumento de su carga de deuda. Además, observaremos que las teorías económicas que justificaban la inflación y calificaban la deflación de perjudicial para el conjunto de la economía surgieron en la órbita de esos grupos. Esto podría servir, al menos parcialmente, para responder a la intrigante cuestión de por qué muchos periodistas y economistas temen la deflación de precios en lugar de acogerla. Esto podría explicar también por qué la deflación de precios se ha asociado, tradicionalmente, a las recesiones y se ha considerado de forma negativa.

5.1.2 Las instituciones monetarias de los Estados Unidos desde 1865 hasta 1896

5.1.2.1 El preludio de la Guerra Civil: 1861-1865

Con el fin de ahondar en la historia monetaria y en la importancia de la caída de precios, es necesario describir, brevemente, el panorama general de las instituciones

monetarias que permanecieron en vigor durante las tres décadas posteriores a la Guerra Civil. La historia monetaria de los Estados Unidos desde 1865 hasta 1896 se puede dividir en dos etapas conceptuales distintas: el período de los billetes verdes y el período de deflación de patrón oro. Sin embargo, el período de los billetes verdes comenzó, en realidad, con la suspensión del pago en especies por parte de bancos privados el 30 de diciembre de 1861, es decir, antes de 1865.[284] Con la suspensión del pago en especies, los bancos estaban rescindiendo, aparentemente, contratos privados al incumplir su obligación de canjear a demanda los billetes bancarios y depósitos a la vista por oro. El gobierno no hizo cumplir esos contratos privados. Al día siguiente, el propio Tesoro Público suspendió los pagos en especies en sus bonos del tesoro.

¿Cómo suspendieron los bancos privados el pago en especies? La suspensión del pago en especies se produjo por el estallido de la Guerra Civil. La Guerra Civil provocaría un vasto aumento del gasto estatal de 66 millones de dólares en 1861 a 1300 millones de dólares cuatro años más tarde.[285] Durante el otoño de 1861, el gobierno estadounidense había emitido un préstamo cuantioso que los bancos debían adquirir. El gobierno insistió en que se le devolviera el préstamo en especies, lo que causó el agotamiento de las reservas bancarias. A medida que la gestión de los asuntos militares de la Guerra Civil resultó ser más difícil para el gobierno de los Estados Unidos de lo que se esperaba, éste recaudó nuevos impuestos y aranceles y aumentó aún más su deuda. Como consecuencia de la previsión de un aumento del déficit federal, de las deudas y del agotamiento de las reservas bancarias, se redujo la confianza en los billetes y la gente empezó a atesorar oro. Empezaron a canjear sus billetes por

---

[284] Para consultar un breve resumen del período de billetes verdes, ver Studenski y Kroos (1963, pág.143–146) o Rothbard (2002, pág.123–159).
[285] Ver Rothbard (2002, pág.123).

oro, lo que puso en riesgo la liquidez del sistema bancario. Como resultado, los bancos perdían especies cada semana a finales de 1861 (7 millones de dólares solo en Nueva York[286]) y el oro de las arcas públicas se reducía constantemente. La suspensión del pago en especies se hizo inevitable.

A medida que se reducían los fondos para el esfuerzo bélico, los funcionarios públicos se mostraron reacios a aumentar más los impuestos, pues esto habría aumentado la oposición a la campaña bélica. A petición del representante y banquero Elbridge G. Spaulding, el gobierno empezó a emitir bonos del Tesoro que no devengaban intereses, los cuales fueron declarados monedas de curso legal para toda deuda pública y privada, si bien no podían canjearse en especies. Esto se estableció en la Ley de Moneda de Curso Legal [*Legal Tender Act*] de 1862, que autorizaba la impresión de 150 millones de los nuevos «billetes estadounidenses». Estos billetes, dinero papel fiduciario, se denominaron billetes verdes.[287] Desde el principio, se mantuvo la esperanza de que, de manera eventual (tras la victoria en la guerra), se canjearían por oro. Además, los billetes podían convertirse en paridad en bonos estatales que devengasen intereses. El plan estatal era emitir nuevamente los billetes una vez que éstos se hubieran convertido en bonos. No obstante, el público no respondió a esta opción y la convertibilidad en bonos fue suspendida en 1863.

Al haber suspendido la reanudación, la ley Gresham entró en vigor y se retiraron las monedas de oro en circulación. La gente intentó pagar sus deudas con la moneda de curso legal, los billetes verdes, y atesoró o exportó el oro devaluado de

---

[286] Ver Studenski y Kroos (1963, pág.143).

[287] El nombre «billetes verdes» surgió por la impresión de los mismos, que era negra en la cara del billete y verde en el reverso. El nombre también hace referencia al respaldo de estos billetes con papel esencialmente verde, a diferencia de los billetes anteriores que estaban respaldados por oro.

forma artificial. California fue una excepción, donde emergieron sanciones sociales contra los que utilizaban billetes verdes. Aquellos que pagaban sus deudas con billetes verdes eran repudiados. Posteriormente, se aprobó en California una «ley de contrato específico», que hacía cumplir los contratos para tipos específicos de dinero.[288] En cualquier caso, el oro todavía tenía su cuota de mercado. Por tanto, el Tesoro Público solía pagar con oro los intereses sobre sus deudas y los impuestos debían pagarse en especies. Los bancos gestionaron los depósitos en oro y billetes verdes. Por tanto, durante este período, existía una coexistencia relativa de dos patrones en los Estados Unidos: el patrón de billetes verdes y el patrón oro.[289]

Los billetes verdes comenzaron a depreciarse en términos de especie justo después de la suspensión del pago en especies. Y se depreciaron aún más cuando el secretario del Tesoro Público, Salmon Chase, canceló la convertibilidad de los billetes verdes en bonos que devengasen intereses. Por lo general, los billetes verdes se depreciarían con las derrotas y aumentarían con las victorias del norte. La esperanza de que si la región norte ganaba la guerra estos billetes verdes se canjearían eventualmente por oro, es la explicación lógica de las fluctuaciones relacionadas con las victorias y derrotas militares. En junio de 1864, los billetes verdes cayeron a un mínimo de 40 centavos equivalentes en especie. Al mismo tiempo, los precios de las mercancías en términos de nuevo dinero en papel aumentaron de forma considerable.[290]

En cuanto a las instituciones monetarias de la época, cabe añadir, que Estados Unidos tenía, oficialmente, un patrón bimetálico, con un tipo de intercambio fijo de plata en oro. No obstante, durante mucho tiempo, la plata se había devaluado

[288] Ver Mitchell (1903. pág.143).
[289] Ver Shields (1977, pág.115).
[290] Ver Studenski y Kroos (1963, pág.147)

con respecto al oro y ya había desaparecido de la circulación. Tan solo se estaban utilizando monedas divisionarias de plata. Sin embargo, tan pronto como se devaluaron los billetes verdes también lo hicieron estas monedas de plata, que desparecieron de la circulación tal y como desaparecieron las monedas de níquel de manera eventual.[291]

Otro cambio institucional aplicado durante la Guerra Civil fue la aprobación de las Leyes de Banca Nacional de 1863-1864, que establecían un sistema bancario sólido. Con arreglo a este sistema, los bancos nacionales podían emitir billetes sin tributación, mientras que los bancos estatales tenían que pagar impuestos a un tipo del 2% en 1863, que pronto aumentó hasta ser del 10%, lo que hizo que el esfuerzo no fuera rentable.[292] Los bancos estatales[293] debían tener cuentas en los bancos centrales y podían inflar depósitos a la vista o billetes sobre estas cuentas. Además, la emisión de billetes bancarios estaba ligada a la propiedad de bonos del gobierno estadounidense con el fin de forjar un gran mercado para las deudas estatales de los Estados Unidos. Los bancos solo podían emitir billetes si depositaban el equivalente de los bonos del gobierno estadounidense como garantía en el Tesoro Público[294]. Así, los bancos monetizarían las deudas estatales. Los depósitos no se vieron restringidos de esta forma. Los bancos, por tanto, tendían a aumentar los depósitos sobre los billetes.[295]

---

[291] Ver Studenski y Kroos (1963, pág.148)

[292] Ver Studenski y Kroos (1963, págs. 154–155).

[293] Los bancos estatales solo podían hacer negocios dentro de las fronteras del estado que los custodiaba

[294] Vera Smith denomina este sistema como «sistema de depósito de bonos», pues debían emitirse bonos estatales con el fin de emitir billetes.

[295] Ver Smith (1990, pág.149).

5.1.2.2 El período de billetes verdes tras la Guerra Civil: 1865-1879

Tras haber acumulado una gran cantidad de deuda pública después de la Guerra Civil, Estados Unidos contaba con una divisa de billetes verdes inconvertibles y depreciados. La cuestión era si y, en tal caso, cuándo reanudar el pago en especies. Los republicanos mostraron un mayor rechazo a la reanudación que los demócratas. En marzo de 1866, se aprobó el «Proyecto de ley de préstamo» en la Cámara, con un voto democrático de 27 «sí» y 1 «no» y un voto republicano de 56 «sí» y 52 «no».[296] Este proyecto de ley allanaba el terreno para la reanudación de pagos en especie por medio de la contracción de los billetes verdes.

Hubo avances con respecto a la reanudación del pago en especies; no obstante, también se produjeron retrocesos. La expansión crediticia surgida tras la Guerra Civil[297] dio lugar a un auge artificial e, inevitablemente, se produjo una recesión en 1873: el Pánico de 1873. Como consecuencia de este pánico y la exigencia de las empresas de que los créditos fueran baratos se aprobó, en abril de 1874, el «Proyecto de ley sobre inflación», con una oposición de los demócratas de 35-37 y una aprobación de los republicanos de 105-164. El «Proyecto de ley sobre inflación», preveía la ampliación de los billetes verdes y de los billetes del banco nacional. No obstante, el presidente Ulysses Grant vetó este proyecto de ley posteriormente.

Dado que los demócratas ganaron las elecciones al Congreso en 1874, los republicanos colaboraron con ellos en asuntos monetarios y se aprobó la Ley de Reanudación [*Resumption Act*] en enero de 1875.[298] La Ley de Reanudación

---

[296] Con respecto a esto, ver Rothbard (2002, págs. 151–152).
[297] Ver Rothbard (2002, pág.154).
[298] Sobre la Ley de Reanudación, ver Dewey (1907, págs. 372–274).

preveía que el secretario del Tesoro adquiriera oro con bonos de estado y se allanara el terreno, de esta forma, para la reanudación el 1 de enero de 1879.[299] No obstante, se trató de un acuerdo entre los defensores del dinero duro y los del dinero blando, pues suprimió un límite de 300 millones de dólares sobre la emisión de billetes del banco central, vigente anteriormente. El pago en especies se reanudó finalmente con la venta de bonos estadounidenses por oro en Europa por parte del secretario del Tesoro John Sherman. Esta venta se llevó a cabo con el fin de obtener suficiente oro para la reanudación.

Cabe mencionar otro cambio importante en lo concerniente a los asuntos monetarios de los Estados Unidos durante este subperíodo: la desmonetización de la plata. Tal y como se ha mencionado anteriormente, Estados Unidos contaba, técnicamente, con un patrón bimetálico caracterizado por la depreciación de la plata desde 1834. Por tanto, la plata se había retirado de la circulación. En 1853, el patrón bimetálico estableció una ratio plata-oro de 16 a 1 cuando el valor de la plata en el mercado era superior. Como consecuencia, tan solo permanecían en circulación las monedas de plata fraccionarias subsidiarias. Para todo asunto práctico, Estados Unidos contaba con un patrón oro. En 1872, tal y como afirma Rothbard,[300] es posible que algunos eruditos del Tesoro estadounidense comenzaran a prever una caída del precio de la plata en el mercado. Esta caída era previsible, pues la cantidad de plata estaba a punto de aumentar por la nueva minería en Nevada y otros estados al oeste y las naciones europeas estaban cambiando su patrón plata por un patrón oro. Esto habría implicado, con una paridad de 16 a 1, una depreciación gradual del oro y su retirada de la circulación.

---

[299] Ver Barrett (1931, pág.186).
[300] Ver Rothbard (2002, pág.157).

En su lugar, el uso de la plata se habría extendido por Estados Unidos. Se aprobaron muchas leyes para evitar dicha evolución, pues ésta habría impuesto un patrón plata en Estados Unidos. En febrero de 1873, un proyecto de ley preveía la suspensión de la acuñación de más dólares de plata. Este evento se conocería más tarde como el «Crimen de 1873». Y, en junio de 1874, otra ley abolió la calidad de moneda de curso legal de todos los dólares de plata de una suma mayor a 5$, lo que, prácticamente, significó la desmonetización de la plata. Después, una vez aprobada esta legislación, el valor de la plata en el mercado cayó a una ratio mayor a 16 a 1. Se aproximó a 18 a 1 en 1876 y alcanzó 32 a 1 en 1894. En 1878, se aprobó la ley Bland-Allison para apaciguar los intereses de la plata, lo que obligó al Tesoro Público a adquirir mensualmente plata con un valor de 2 a 4 millones de dólares en el mercado. A medida que caía el precio de la plata, era necesario comprar una mayor cantidad de gramos de plata.

5.1.2.3 El período de patrón oro bajo la deflación de precios: 1879-1896

El proceso de reanudación en 1879 fue largo y tedioso. No obstante, con la reanudación de especies a la vista, la prima de oro a los billetes verdes disminuyó constantemente y volvió a la paridad cuando éstas se hubieron reanudado satisfactoriamente. Cuando la administración de Grant decidió reanudar las especies en 1875, la prima todavía era del 17% frente al dólar de oro. Con la nueva confianza en los billetes verdes respaldados por oro, el oro se extendió por Estados Unidos, lo que desencadenó un aumento de las exportaciones estadounidenses. El flujo de oro aumentó de 110.5 millones de dólares en 1879 a 358.3 millones de dólares en 1882. Junto a esta entrada de oro, el sistema de banca nacional incrementó los depósitos, que aumentaron de 2.149

mil millones de dólares en 1879 a 2.777 mil millones de dólares en 1882. Tras los tres años de auge desde 1879 hasta 1882, se produjo una recesión en 1882 incitada por la expansión monetaria. Tras ella, surgió pánico financiero en 1884. Este pánico se desencadenó por un flujo de salida de oro debido a una confianza decreciente en el compromiso estadounidense con el patrón oro a medida que aumentaban los intereses de la plata.[301]

Las fuerzas pro-plata aumentaron nuevamente en 1879 como consecuencia de la aprobación de la Ley de Sherman de Adquisición de Plata [*Sherman Silver Purchase Act*]. La ley de Sherman de Adquisición de Plata requería al Tesoro Público adquirir 4.5 millones de onzas de plata (unas 140 toneladas aproximadamente) cada mes, lo que suponía un aumento de aproximadamente el 100% de la media de adquisición bajo la ley Bland-Allison. No obstante, la diferencia con respecto a la ley Bland-Allison radicaba en que debía adquirirse un peso determinado de plata. Esto implicaba que la cantidad de plata que debía adquirirse no aumentaría a medida que cayeran los precios de este metal. A largo plazo, esto significaba menos compras de plata por parte del Tesoro Público de las que se habrían llevado a cabo bajo la ley Bland-Allison. El pago por la plata se realizó con nuevos billetes verdes canjeables (billetes de 1890), de curso totalmente legal. Estos billetes verdes eran, a criterio del Tesoro Público, canjeables por plata u oro. Esto significaba un paso atrás hacia el bimetalismo, el cual, en la ratio 16 a 1, habría dado lugar a un monometalismo inflacionario de plata. Como consecuencia, los extranjeros perdieron confianza en el compromiso estadounidense con el patrón oro y comenzó a sacarse el oro del país a principios de 1890. Hubo otros factores que agudizaron esta pérdida de confianza. Así pues, en julio de 1892, el senado

---

[301] Ver Rothbard (2002, pág.160).

estadounidense aprobó un proyecto de ley de libre acuñación de plata. Este proyecto de ley no salió adelante, pero, de haberlo hecho, habría convertido la plata en moneda de curso legal, lo que habría dado lugar, en la práctica, a un monometalismo de plata. Las reservas de oro del Tesoro Público se redujeron a medida que se intensificaron las exportaciones de oro en 1892. Al mismo tiempo, comenzó a gestarse un auge económico propiciado por la expansión crediticia. En junio de 1893 se desencadenó la recesión cuando la desconfianza del público dio lugar a retiradas masivas de depósitos y quiebras bancarias. Estos eventos se conocerían como el Pánico de 1893. Los bancos suspendieron el pago en especies. Los depósitos, al no poderse canjear por efectivo, se vendieron con descuento en relación a la divisa en agosto de 1893. En noviembre, la administración de Cleveland derogó la Ley de Sherman de Adquisición de plata y el Tesoro Público le compró oro a un grupo de banqueros entre los que se encontraban J.P Morgan y August Belmont, lo que devolvió la confianza extranjera en el compromiso estadounidense con el patrón oro. El compromiso con el patrón oro se volvió convincente con la victoria de los republicanos pro-oro en 1896 y la derrota del candidato democrático y defensor de la libertad de la plata William Jennings Bryan.

En resumen, el periodo de 1865-1896 fue un periodo sustancial de cambio institucional en los Estados Unidos. El sistema financiero de los bancos con reserva fraccionaria no respaldado por un banco central resultó inestable y dio lugar a múltiples expansiones y contracciones monetarias, a pánicos financieros (1873, 1884, 1890 and 1893)[302] y a la suspensión de los pagos en efectivo. El crecimiento económico se vio afectado por la inestabilidad y las inversiones erróneas realizadas durante los períodos de auge y su subsecuente

---

[302] Ver Smith (1990, pág.151).

liquidación durante la recesión. No obstante, tal y como veremos más adelante, a pesar de que la construcción del sistema financiero refrenó el crecimiento económico, éste fue, aún así, considerable.

5.1.3 Los precios y el dinero desde 1865 hasta 1896

5.1.3.1 Precios

Una vez resumida la historia de las instituciones monetarias de la época, procederemos a analizar ahora la historia de los precios durante el período de 1865 a 1896. En general, se produjo una caída de precios durante el período de 1865 a 1896. Dado que debe prevalecer la cautela a la hora de abordar estadísticas económicas, intentaremos que prime la calidad frente a la cantidad en nuestra argumentación. No obstante, ilustraremos nuestros argumentos cualitativos con estadísticas de precios variadas. De acuerdo con George F. Warren y Frank A. Pearson, el precio al por mayor (1910–1914 ¼100)[303] evolucionó tal y como se muestra a continuación (gráfico 5.1).

En 1865, el índice era de 185. Se redujo a 130 hasta 1871 o en un 30% en solo 6 años. Esto implica que los precios cayeron de media un 5.7% durante esos 6 años. Se produjo un ligero aumento a 136 durante el auge impulsado por el crédito, seguido de una reducción de precios a 90 hasta 1879. A esta reducción le siguió un aumento a 108 durante el año del auge expansionista en 1882. De acuerdo con Warren y Pearson, cuyo índice termina aquí, los precios cayeron a 82 hasta 1890. No obstante, en 1890, comienza (1913¼100) el índice de precio

---

[303] Fuente: Departamento de Comercio de Estados Unidos, 1975, series E 52–63, pág.201.

al por mayor aportado por la Oficina de Estadísticas Laborales (BLS, por sus siglas en inglés). En 1890 cayó de 76.1 a 61.7 hasta 1896, lo que constituye una reducción de un 18.9%. En cifras de Warren y Pearson esto sería 66.5.[304] Esto significa una caída anual media de precios de alrededor del 3.5% para todo el período y una caída total de precios al por mayor del 64% en cuatro décadas. La prolongación de las cifras aportadas por Warren y Pearson con las estadísticas del BLS está representada por el gráfico que se aporta a continuación (gráfico 5.2).

Ethel D. Hoover aportó un índice de precio al consumidor alternativo, que cubre el período de 1851 a 1880.[305] El índice de Hoover cae de 175 en 1865 a 108 en 1879 y aumenta a 110 en 1880 (gráfico 5.3).

Este índice señala una menor caída en el precio de 1865 a 1880 que la que señala el índice de Warren y Pearson (un 37% de caída en el índice de Hoover frente a un 46% de caída en el índice de Warren y Pearson durante el mismo período). Ello podría deberse a una mayor ponderación de la caída de productos agrícolas y materias primas en el índice de Warren y Pearson con respecto al índice de Hoover[306]. No obstante, el índice de Hoover indica una caída de precios sustancial y continua en cualquier caso.

Otro índice es el índice de coste de vida aportado por el Banco de Reserva Federal de Nueva York y el de Michael C. Burgess con 1913=100.[307] (Gráfico 5.4).

Estos índices muestran tendencias similares a las del índice de Warren y Pearson o las del índice de Hoover. El índice de

---

[304] Ver Departamento de Comercio de Estados Unidos, 1975, series E 87–89, pág.203

[305] Ver Departamento de Comercio de Estados Unidos, 1975, series E 174–182, pág.212.

[306] Ver Friedman and Schwartz (1971, pág.33).

[307] Ver Departamento de Comercio de Estados Unidos (1875, pág.212).

coste de vida aportado por el Banco de Reserva Federal de Nueva York cae de 102 en 1865 a 74 en 1896 y el índice de Burgess de 108.1 a 62.9 durante el mismo período. Estos índices no caen tanto como los índices de venta al por mayor, lo que deja ver que los costes de vida no cayeron tanto como los precios al por mayor. No obstante, ambos índices muestran una caída considerable de precios.

También es posible calcular un índice implícito de precios a partir de las estadísticas del producto nacional bruto, de 1958=100.[308] Empieza con un promedio de 32.1 durante la década de 1869–1878 y cae al promedio de 26.5 en la década de 1879–1888. En 1896 termina a 21.7, lo que indica, también, una caída sustancia de precios durante el período.

Básicamente, todos estos índices de precios implican la misma percepción, a saber, que los precios cayeron de forma prácticamente sistemática durante el período analizado, con tan solo unas pocas excepciones durante auges expansionistas. Si bien los índices de precios no deberían considerarse como una ciencia exacta, las evidencias son concluyentes y, por tanto, podemos aportar un argumento cualitativo con respecto al período analizado: en general, los precios cayeron de forma considerable. Cabe destacar, que 1896 fue el último año de este período de deflación de precios y que, desde 1897, los precios empezaron a aumentar casi cada año por el aumento de la producción mundial de oro y por los nuevos depósitos bancarios creados a partir de este oro adicional.

---

[308] Ver Departamento de Comercio de Estados Unidos (1875), Series F 1–5, pág.224.

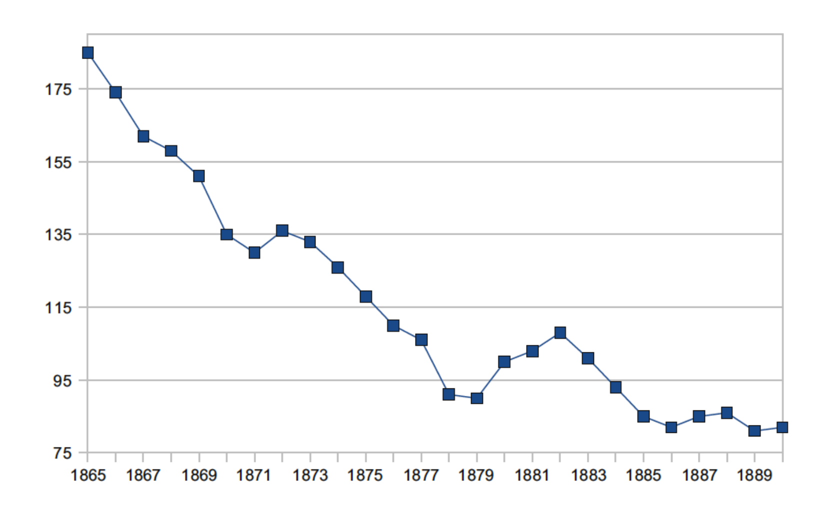


Gráfico 5.1 Índice de precio al por mayor (Warren y Pearson), 1865–1890

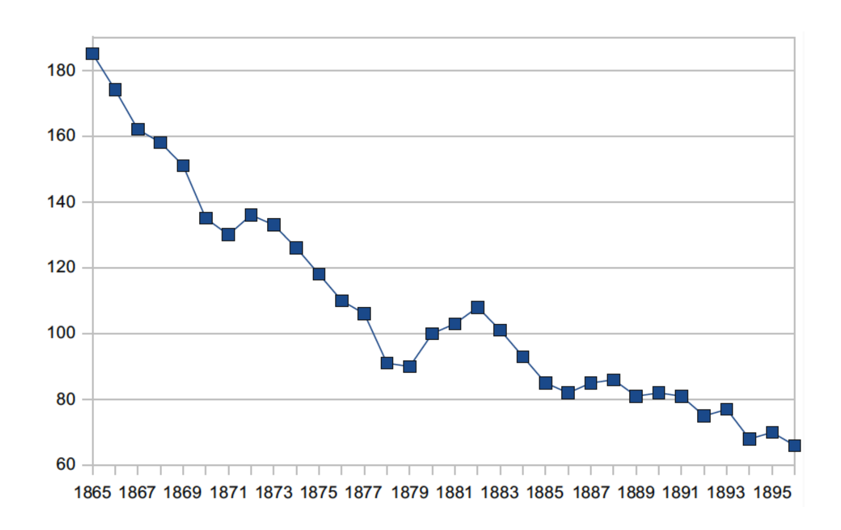


Gráfico 5.2 Índice de precio al por mayor (Warren y Pearson +BLS), 1865–1896

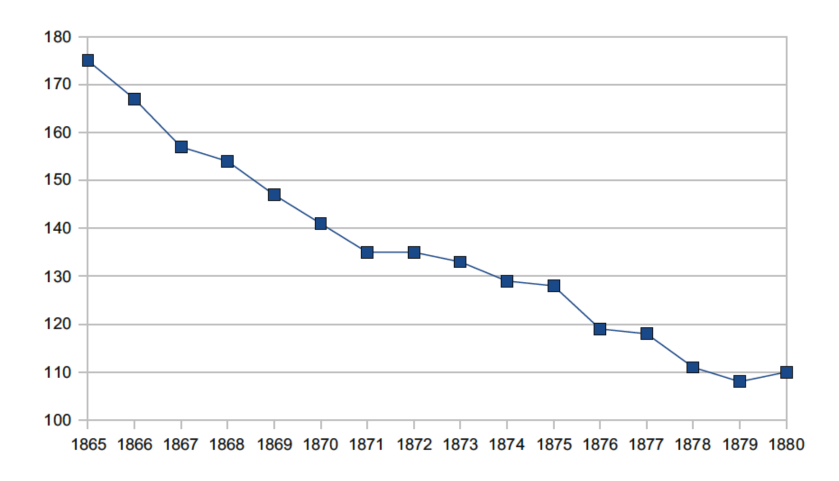


Gráfico 5.3 Índice de precio al consumidor (Hoover), 1865–1880

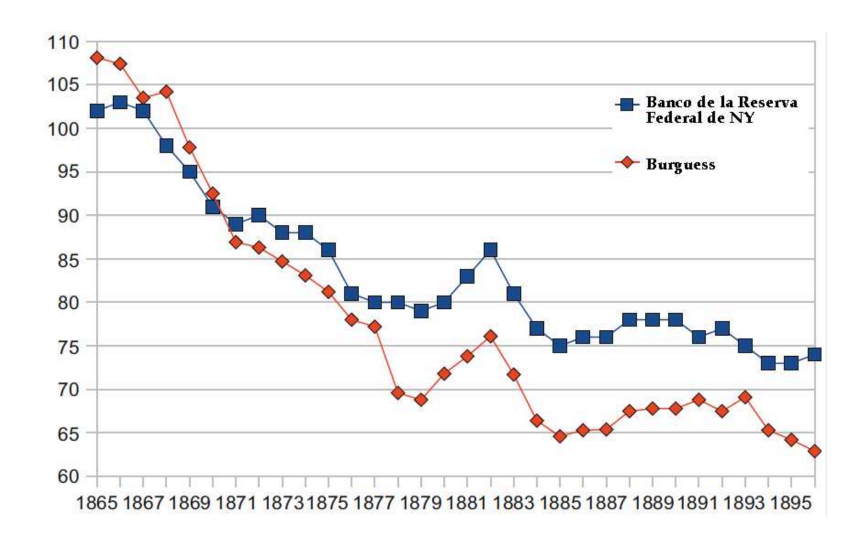


Gráfico 5.4 Índices de coste de vida (Banco de Reserva Federal de N.Y., Burguess), 1865–1896

5.1.3.2 La cantidad de dinero

Tal y como hemos demostrado, los precios cayeron, por lo general, durante el período de 1865 a 1896. En teoría, esto podría deberse a una reducción de la oferta monetaria y no a una deflación por crecimiento, que supone la tesis de este trabajo. Por tanto, debemos analizar la evolución de la oferta monetaria durante esos años. Friedman y Schwartz nos proporcionan cifras monetarias aproximadas. De nuevo, nos encontramos con unos datos incompletos y de dudosa calidad. Las estimaciones comienzan en 1867 y no hacen una distinción entre depósitos a vista y depósitos a plazo en los bancos comerciales. Haré uso de las estimaciones globales aportadas por Friedman y Schwartz, que incluyen la divisa[309] que posee el público y los depósitos a vista y depósitos a plazo de los bancos comerciales. Por tanto, excluyo los depósitos de los bancos mutualistas de ahorros, pues éstos no pueden pagarse a demanda. Desafortunadamente, los depósitos a plazo no pueden excluirse de la estimación ya que Friedman y Schwartz solo aportan un total de depósitos a vista y depósitos a plazo en conjunto.

Cabe destacar, de acuerdo con las estimaciones de Friedman y Schwartz (gráfico 5.5)[310], que, durante ambos sub períodos, el período de los billetes verdes y el período del patrón oro, aumentó la oferta monetaria (la divisa que posee el público más los depósitos a vista y a plazo de los bancos comerciales).

---

[309] La divisa incluye monedas de oro, certificados de oro y plata, billetes estadounidenses, billetes, bonos del Tesoro de 1890, dólares del patrón plata, monedas de plata, divisa fraccionaria, otras divisas estadounidenses, billetes de bancos estatales, billetes nacionales, monedas sin valor, billetes de Reserva Federal y billetes de banco de Reserva Federal.

[310] Estas estimaciones son en millones de dólares. Fuente: Friedman y Schwartz (1971, págs. 704–705), Tabla A-1.

Durante el primer período, el período de los billetes verdes, se produjo un aumento de la oferta monetaria del 17% desde enero de 1867 hasta febrero de 1879[311]. No obstante, este aumento no se produjo de forma constante. Durante el primer año, de 1867 a 1868, el dinero disminuyó ligeramente de 1,314 millones a 1,244 millones de dólares. Posteriormente, la oferta monetaria aumentaría a gran velocidad a 1,622 millones de dólares hasta el Pánico de 1873, cuando volvió a caer a 1,592 millones en febrero de 1874 y aumentó nuevamente a 1,695 millones en agosto de 1875. Durante los 4 años posteriores, la oferta monetaria cayó nuevamente a 1,543 millones de dólares en febrero de 1879. Nos encontramos, por tanto, ante una deflación de crédito bancario surgida durante un período de recesión tras un auge inflacionario. Se había producido un fuerte aumento de la oferta monetaria, lo que dio lugar a inversiones erróneas, por ejemplo, en la industria del ferrocarril. Las importaciones de capital favorecieron este aumento de la oferta monetaria. Cuando las entradas de capital se redujeron y algunos ferrocarriles incumplieron sus obligaciones, se produjeron quiebras bancarias[312]. Esto desencadenó el pánico financiero de 1873. No solo se evidenció que habían de liquidarse las inversiones fallidas, sino que también se produjo una retirada de oro. La liquidación de inversiones fallidas se vio acelerada por una contracción crediticia.

En resumen, a la hora de analizar el período de billetes verdes nos encontramos, por tanto, con un aumento de la oferta monetaria y también con años de recesión en los que la oferta monetaria se redujo ligeramente, lo cual es bastante

---

[311] Cabe destacar que estas cifras no deben tomarse al pie de la letra. El 17% presenta una precisión irrealista. No obstante, es seguro afirmar que, durante este período, se produjo un aumento de la oferta monetaria de entre un 10 y un 30%.

[312] Ver Friedman y Schwartz (1971, págs. 77–78).

inusual para la historia moderna. Tal y como señalan Friedman y Schwartz:

> Este comportamiento es, en cierto modo, muy inusual. Se dieron cinco años naturales en los que se redujo la masa monetaria y 7 en los que aumentó. Los aumentos fueron, de media, más significativos que las reducciones, pero aún así la masa monetaria era, en febrero de 1879, tan solo un 17% superior al nivel que alcanzó 12 años antes, en junio de 1867. Esto supone, en comparación con la situación posterior, una ratio extraordinariamente elevada de descensos con respecto a los aumentos y un total de crecimiento relativamente pequeño.

No obstante, se produjo un aumento de la oferta monetaria después de todo.

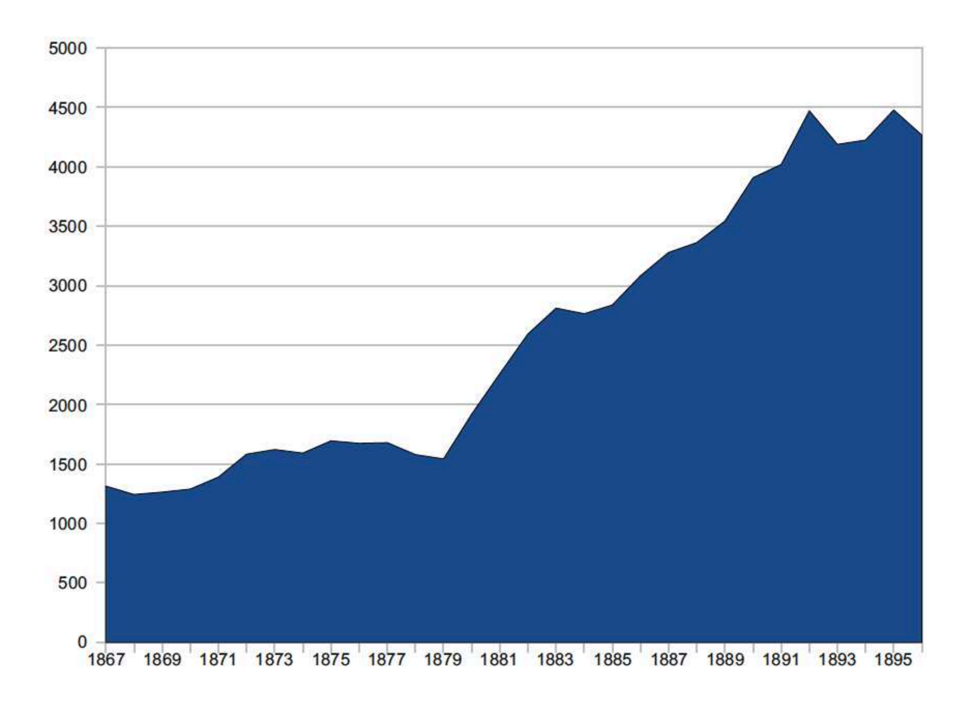


Gráfico 5.5 Divisa que posee el público y depósitos de los bancos comerciales, 1867–1896

La reanudación del pago en especies en 1879 devolvió la confianza en el dólar, lo que dio lugar a una entrada de oro. Posteriormente, durante el período de patrón oro, la oferta monetaria aumentó un 276% en total. El crecimiento de la oferta monetaria fue especialmente rápido desde 1879 hasta 1883. Se produjo una expansión crediticia abrupta y se realizaron muchas inversiones erróneas. Posteriormente, surgió una pérdida de confianza en el compromiso estadounidense con el patrón oro que dio lugar a una retirada de oro,[313] lo que provocó una recesión y pánico financiero. Desde 1883 hasta 1884, imperó una contracción crediticia y la oferta monetaria cayó ligeramente.

Tras la recesión, comenzó otro ciclo. De nuevo, en 1892, surgió una pérdida de confianza en el compromiso estadounidense con el patrón oro que dio lugar a una retirada de oro, lo que provocó la recesión. En 1893, se desató el pánico financiero debido al colapso de un mercado de valores muy apreciado. La realización de inversiones erróneas se evidenció. En 1895, tras una breve recuperación, se produjo una nueva retirada de oro debido al repunte político de las fuerzas pro-plata, lo que desató otro pánico.[314] Como consecuencia del pánico de 1895, la oferta monetaria cayó ligeramente a 4,266 millones de dólares en 1896, último año del período objeto de nuestro análisis.

En resumen, durante el período de patrón oro, la oferta monetaria aumentó de forma más constante año tras año, de 1,543 millones de dólares hasta alcanzar los 4,477 millones en junio de 1895. Cabe destacar que, durante el período de patrón oro, no se dieron tantos años de caída como durante el período de los billetes verdes y que la oferta monetaria aumentó a un ritmo acelerado.

---

[313] Ver Friedman y Schwartz (1971, págs. 106–107).
[314] Ver Friedman y Schwartz (1971, págs. 108–111).

Por tanto, puede concluirse que la oferta monetaria no cayó durante este período, sino que aumentó desde 1867 hasta 1896 de 1,314 millones a 4,477 millones de dólares, o en un 340%, mientras que los precios de venta al por mayor, de acuerdo con Warren y Pearson, cayeron aproximadamente un 60% durante el mismo período. Por tanto, la deflación de precios no se debió a una reducción de la oferta monetaria, aun habiéndose producido contracciones crediticias y reducciones temporales de la oferta monetaria durante los períodos de recesión.

5.1.3.3 La calidad del dinero y la anomalía de una fuerte demanda de oro

Además del crecimiento económico de Estados Unidos, que se analizará en el próximo apartado, hubo otras 3 razones importantes por las que se produjo un aumento del poder adquisitivo de la divisa de oro. En primer lugar, en los años 70, hubo una demanda anómala de oro cuando naciones industriales como Alemania, España y las pertenecientes a la Unión Monetaria Latina (Bélgica, Suiza, Francia e Italia), así como los países escandinavos, instauraron un patrón oro. Además, tal y como se ha mencionado anteriormente, Estados Unidos compraba oro para volver al patrón oro.[315]

En segundo lugar, se dio un crecimiento de población y de producción a nivel global. La población mundial aumentó de 1,200 millones en 1850 a 1,650 millones en 1900. Además, la revolución industrial dio lugar, especialmente en Europa, a un extraordinario crecimiento económico. Gustav Cassel estimó una tasa media anual de crecimiento productivo a

---

[315] Austria lo adoptaría en 1892 y Rusia y Japón en 1897

nivel global de un 3%[316] entre 1865 y 1896. En consecuencia, se disparó la demanda mundial del nuevo medio de intercambio universal (el oro).

Una tercera razón por la que cayeron los precios durante el período de 1865 a 1879 fueron las expectativas de que se produjera una mejora de la calidad del dinero. Tras el fin de la Guerra Civil, imperaba una expectativa generalizada de que la calidad del dinero se recuperaría y mejoraría a largo plazo. Cuando se espera una mejora de la calidad monetaria, aumenta la demanda de acumular el dinero como saldo de tesorería y caen los precios monetarios.[317] Durante el período de billetes verdes, la calidad de la divisa fiduciaria inconvertible podía aumentar, a ojos de los agentes económicos, por medio de la conversión de este papel en oro. También se había prometido la reanudación desde el inicio de la suspensión. Dado que las expectativas de que se iba a cumplir esta promesa se consolidaron, aumentó la calidad prevista de los billetes verdes. Los individuos valoraban el dólar más de lo que lo habrían valorado sin este aumento esperado de su calidad. Como resultado aumentó la demanda de atesoramiento monetario y cayeron los precios. Se dio una acumulación cualitativa de efectivo. Por tanto, el aumento de la calidad del dinero hasta la reanudación es una razón muy importante de que aumentara el poder adquisitivo del mismo.

Resulta difícil discernir qué porcentaje de caída de precios estaba causado por un aumento de la demanda de oro por parte de países que deseaban adoptar un patrón oro; qué porcentaje estaba causado por un aumento de la calidad de dinero; y qué porcentaje estaba causado por el crecimiento económico mundial. No obstante, podría afirmarse que, tras la reanudación del pago en especies, la previsión de un

---

[316] Ver Palyi (1972, pág.22), pie de página 19.

[317] Con respecto a la calidad del dinero, ver Anderson ([1917] 2000) y Bagus (2009).

aumento de la calidad del dinero dejó de considerarse algo importante. Y, del mismo modo, los efectos del cambio de muchas naciones industriales al patrón oro dejaron de ser tan agudos en los años 80. Por tanto, el crecimiento económico puede considerarse una razón principal de la caída de precios, especialmente después de 1879. En el próximo apartado analizaremos en detalle el crecimiento económico en Estados Unidos durante este período.

5.1.4 El crecimiento y sus causas

5.1.4.1 Crecimiento: aumento en la producción

Las estadísticas nacionales sobre ingresos del período solo están disponibles parcialmente. Los registros comienzan en el año 1869 y tan solo se dispone de promedios para las dos primeras décadas. No obstante, hay una evidencia clara de crecimiento económico colosal.[318] La media anual del Producto Nacional Bruto (PNB) (en los precios de 1958) prácticamente se duplicó de 23,100 millones de dólares en la década 1869–1878 a 42,400 millones de dólares en la década 1879–1888, lo que implica un crecimiento de la media anual del PNB real de un 6.3%. Hasta 1892, el PNB real siguió aumentando a un ritmo acelerado hasta los 60,400 millones de dólares. Tras el estallido del pánico de 1893, caería a 55,900 millones de dólares en 1894 para aumentar de nuevo a 61,300 millones en 1896. Durante el período completo, el PNB aumentó de 23,100 millones en el período 1869–1878 a 61,300 millones de dólares en 1896. Si consideramos con cautela esta amplia aproximación de 23,100 millones de dólares de 1874, la

---

[318] Ver Departamento de Comercio de Estados Unidos (1975), Series F 1–5, pág.224.

misma implicaría un aumento del PNB real de un 265% en 22 años y de un impresionante aumento anual de 4.5%. Una vez más, los datos son muy cuestionables. Sin embargo, parece razonable decir que hubo un crecimiento económico e, incluso, un fuerte crecimiento económico durante el período analizado.

Alguien podría pensar que este crecimiento económico se debió tan solo a un crecimiento de la población y que la producción per cápita no aumentó. Pero esto supone un error. El ingreso per cápita aumento de una media de 531 dólares en 1869–1878 a 774 dólares en 1879–1888. El crecimiento per cápita se prolongó hasta el final del período analizado. En 1896, el PNB anual per cápita era de 865 dólares.[319]

Además, existen otros indicadores de que la producción física aumentó de forma considerable durante el período. Un índice básico de producción aportado por Warren y Pearson también demuestra esta tendencia.[320] El índice aumentó de 10.81 en 1866 a 38.78 en 1895, lo que significa, por tanto, que prácticamente se cuadruplicó. Se dio un aumento especialmente importante entre 1874 y 1879, de 13.97 a 23.03. Esto implica un aumento del 64.8% en tan solo 5 años. Curiosamente, la cronología de la Oficina Nacional de Investigación económica de EEUU (NBER, por sus siglas en inglés) señala una recesión, en este período, desencadenada entre 1873 y 1878 y, más recientemente, Lance Davis todavía califica el de 1873–1875 como un período de recesión (2006, pág. 106).

Existen, incluso, estadísticas adicionales que muestran un aumento considerable de la producción física de

---

[319] El poder adquisitivo de los salarios aumento de 32 (1910–1914¼100) en 1865 a 104 en 1896. Ver Warren y Pearson (1933, p.197).
[320] Ver Warren y Pearson (1933, pág.44), Tabla 5.

mercancías.[321] Por ejemplo, la producción de harina de trigo aumentó de 42.5 millones de barriles en 1865 (5000 millones de kilos aproximadamente) a 93.6 millones de barriles en 1895 (11000 millones de kilos aproximadamente). En el mismo período, la producción de azúcar refinado aumentó de 733 millones de libras (340 millones de kilos aproximadamente) a 3,961millones de libras (1,680 millones de kilos aproximadamente). Desde 1870 hasta 1895, la producción de licor fermentado de malta aumentó de 6,600,000 barriles (775 millones de litros aproximadamente) a 33,600,000 barriles de cerveza (4000 millones de litros aproximadamente). La producción de puros aumentó, en millones, de 1,183 en 1870 a 4,099 en 1896.

En resumen, cabe destacar que, si bien las cifras del PNB, los índices o las cifras de producción física no son exactas en absoluto y no deberían considerarse al pie de la letra, resulta apropiado afirmar que se produjo un crecimiento colosal en Estados Unidos desde 1865 hasta 1896. Este crecimiento económico nacional fue la razón principal de la caída de precios durante el mismo período.

5.1.4.2 Razones del crecimiento económico

Introducción

Vamos a analizar, ahora, las posibles razones del crecimiento económico mencionado en el apartado anterior. En primer lugar, cabe señalar la libertad institucional de los Estados Unidos. La función empresarial no se veía limitada por numerosas intervenciones. Los impuestos eran bajos, los

---

[321] Ver Departamento de Comercio de Estados Unidos (1875, págs. 231–300, 689–697).

reglamentos, escasos, y el marco jurídico era favorable, en general, a los negocios. En el próximo apartado analizaré, acorde a mi análisis teórico de la deflación por crecimiento, las innovaciones que hicieron posible este crecimiento, el aumento de la población, la división de trabajo/conocimiento y también la acumulación de capital. Resulta difícil aportar datos económicos que demuestren el aumento de la división del trabajo/conocimiento. No obstante, hemos de recordar que un aumento de la población permite una mayor división del conocimiento. Además, las innovaciones o la acumulación de capital, a menudo, hacen necesario o implican un aumento de la división de trabajo.

Innovaciones

Existen ciertas evidencias que nos permiten comprender la relevancia de las innovaciones para el crecimiento económico en el período de 1865–1896. Si bien la cantidad no es tan importante como la calidad de las innovaciones, cabe destacar que el número de patentes (de invenciones) emitidas aumentó desde los niveles del período de guerra de 6,088 en 1865 a 12,277 2 años después, sin presentar variación hasta 1880. En 1880, se produjo otro aumento de la emisión de patentes (de invenciones), a unas 20,000 anuales.[322]

Cabe mencionar especialmente, dada su importancia, las siguientes innovaciones. La agavilladora automática, construida en 1878, fue una invención importante para la agricultura, pues aumentó 80 veces la velocidad de recolección.[323] El aumento de la producción agrícola también se debió a la invención de otros tipos de maquinaria. Además,

---

[322] Ver Departamento de Comercio de Estados Unidos, 1975, W 96–106, págs. 957–959.
[323] Ver Faulkner (1924, págs. 426–428).

se produjeron importantes innovaciones en la industria del ferrocarril como, por ejemplo, el vagón de dos niveles, los vagones frigoríficos y vagones de transporte de reses, el enganche automático, el freno de aire combinado Westinghouse y el raíl de acero.[324] La mejora del transporte amplió el mercado y brindó oportunidades a la economía de escala. El proceso de Bessemer aumentó considerablemente la productividad de la producción de acero. Además, se mejoró la máquina de costura de McKay y se inventó el telégrafo eléctrico y nuevos barcos de vapor.[325]

Otra forma importante de innovación fue el crecimiento de la concentración industrial, que habilitó la utilización de economías de escala. Esta concentración permitió combinar el capital existente de forma más eficiente sin necesidad de acumular capital[326]. Empresarios como Andrew Carnegie, en la industria del acero, y John D. Rockefeller, en el sector petrolero, pueden considerarse ejemplos de empresarios que, a través de la implementación de innovaciones y el genio empresarial, crearon empresas concentradas altamente eficientes. Davis y North resumen el efecto de estas innovaciones:

> Los desarrollos en el sector del transporte hicieron de la región este del Misisipi un mercado único para la mayor parte de mercancías e integraron, al menos en parte, la región oeste del trans Misisipi (Minnesota, Iowa, Kansas oriental y Nebraska) en este mercado ahora casi nacional. Al mismo tiempo, se lograron grandes avances técnicos en múltiples industrias importantes y las nuevas técnicas estaban sujetas a rendimientos crecientes en amplias gamas de productos. En el sector del acero, por ejemplo, se mejoró el proceso

---

324 Ver Shields (1977, págs. 241–242)

325 Ver Laughlin (1887, págs. 336–338).

326 Con respecto a la concentración industrial, ver Davis et al. (1965), pág.368. Ver también Shields (1977, pág.12). La posibilidad de economías de escala está incluida en la Law of Return, de Mises (1998, págs. 127–130).

Bessemer, en el del petróleo se aplicaron nuevos métodos sofisticados de destilación fraccional y en el sector de la molienda, se aplicaron de forma generalizada las técnicas húngaras de reducción en los nuevos molinos del Medio Oeste Superior. [Pie de página omitido]. Todas estaban sujetas a economías sustanciales de escala. El tamaño medio de una empresa aumentó de forma considerable a medida que se fueron añadiendo a la producción nuevas plantas y molinos, diseñados para participar en estas economías de escala y servir al «mercado nacional». [Cursiva añadida] (1971, págs. 170–171).

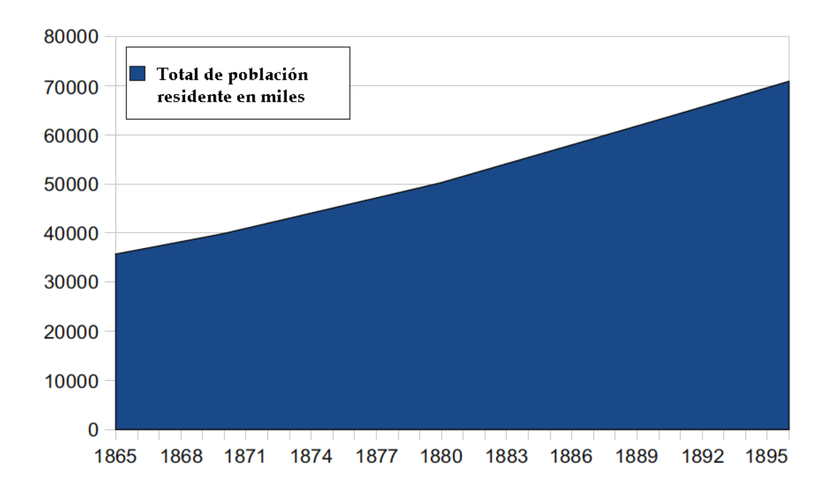


Gráfico 5.6: estimaciones demográficas de Estados Unidos, 1865–1896

En algún momento del desarrollo de la humanidad, debido a la capacidad limitada del cerebro humano, el aumento de la población se convierte en una condición necesaria para el aumento de la división del conocimiento. La condición suficiente para que se produzca un aumento de la división del conocimiento es un aumento de la especialización. Un crecimiento demográfico permite que se produzca un aumento de la especialización. En el período de 1865 a 1806, la

población estadounidense aumentó enormemente, tal y como puede apreciarse en el gráfico 5.6.[327]

Desde 1865 hasta 1896, se produjo un crecimiento demográfico anual. Además, este crecimiento se produjo a un ritmo acelerado, con la población casi duplicándose de forma precisa de 35,701,000 en 1865 a 1870,885,00 en 1896. Este crecimiento demográfico fue resultado, en gran parte, del «vasto desplazamiento internacional de personas de Inglaterra y Europa a las regiones vacías del mundo…» (North 1961, pág. 198).

Ciertamente, una razón principal del gran crecimiento demográfico fue la inmigración. En 1865, 248,120 personas emigraron. La inmigración alcanzó su pico en 1886 con 884,203 personas y finalizó nuestro período con 243,267 personas en 1896.[328] A lo largo de todo el período casi 13 millones de personas emigraron a Estados Unidos.

Una de las razones de esta elevada inmigración, además de la libertad política, podría haber sido el hecho de que éste fue un período de gran crecimiento. Cuando la producción aumenta en un país, y, más concretamente, cuando aumenta la producción per cápita, este aumento supone un incentivo para emigrar a ese país. Así pues, el crecimiento se convierte en un proceso de auto-refuerzo, ya que atrae a más gente y, de esta forma, impulsa un mayor crecimiento. Otra de las posibles razones de la inmigración es que Estados Unidos tuviera un nivel de vida más alto en comparación con los países de origen de los inmigrantes. En resumen, debido a que la gente preveía un aumento del nivel de vida y más

---

[327] Fuente: Departamento de Comercio de Estados Unidos, 1975, Series A 6–8, pág.8.

[328] Ver Departamento de Comercio de Estados Unidos, 1975, Series C 89–119, págs. 105–106. Naturalmente, al contar a cada inmigrante estos datos simulan una precisión absurda.

libertad en Estados Unidos que en sus propios países, optaron por emigrar.

El colosal crecimiento demográfico dio lugar a un aumento de la producción de bienes y servicios, pues los individuos adicionales comenzaron a producirlos. En este sentido, cabe destacar también que la mayor parte de los inmigrantes se encontraban en edad laboral, entre 15 y 40 años.[329] Además, el crecimiento de la población permitió intensificar y extender la división de trabajo. Este aumento de la división de trabajo o conocimiento posibilitó una producción más eficiente.

Pero la división de conocimiento no solo aumentó en Estados Unidos. Aumentó también a escala mundial con la eliminación de aranceles y la reducción en los costes de transporte. El comercio internacional aumentó de forma considerable y también lo hizo el comercio internacional de Estados Unidos. Por tanto, las exportaciones estadounidenses aumentaron casi cuatro veces de 261 millones de dólares en 1865 a 1,048 millones de dólares en 1896 y las importaciones de 256 millones de dólares en 1865 a 1,048 millones de dólares en 1896.[330]

Acumulación de capital

El período de 1865 a 1896 fue un período de acumulación considerable de capital. Simon Kuznets estima que la formación bruta de capital aumentó de una media de 3,490 millones en 1929 precios durante el período de 1869–1888 a

[329] Ver Departamento de Comercio de Estados Unidos, 1975, Series C 138–142, pág.112. Para consultar el aumento de la fuerza de trabajo, ver Departamento de Comercio de Estados Unidos, 1975, Series D 67–181, pág.189.

[330] Ver Departamento de Comercio de Estados Unidos, 1975, Series U 1–25, págs. 864–865.

8,680 millones de dólares durante el período de 1889–1908 (1961, pág. 56). El capital social bruto aumentó, en total, de 45,000 millones de dólares en 1869 a 190,000 millones de dólares en 1890 (ambas cifras obtenidas a partir de 1929 precios).[331] Esto implica una tasa de crecimiento sustancial en el capital social total de aproximadamente un 60% por década. Esta tasa de crecimiento se reduciría a partir de 1900.[332] La formación neta de capital también fue extraordinariamente elevada en porcentaje del producto nacional neto. Esto implica que la tasa de ahorro era muy elevada. En el período de 1869 a 1898 la formación neta de capital era, de acuerdo con las estimaciones de Kuznets, aproximadamente un 15% del producto nacional neto. Esta cifra caería en las décadas posteriores hasta alcanzar un 5.8% en la década de 1946 a 1955.[333]

Un sector que representa bastante bien la acumulación de capital durante el período de 1865 a 1896 es la industria del ferrocarril. En 1869, se conectaron las costas del Atlántico y las del Pacífico. El número de millas en funcionamiento aumentó de 35,085 (56,500 kilómetros aproximadamente) en 1865 a 166,703 (268,300 kilómetros aproximadamente) en 1890.[334] También aumentó el número de millas construidas.[335] La acumulación de capital en forma de ferrocarriles redujo los costes de transporte de forma considerable, integrando así los mercados y ello permitió las economías de escala y fue una razón principal para la caída de precios.

---

[331] Ver Kuznets (1961, pág.64).
[332] Ver Kuznets (1961, pág.65).
[333] Ver Kuznets (1961, pág.92).
[334] Ver Departamento de Comercio de Estados Unidos, 1975, Series Q 321–328, pág.731.
[335] Ver Departamento de Comercio de Estados Unidos, 1975, Series Q 329, pág.732.

5.1.5 Caída de precios: la interpretación

Nos encontramos, ahora, en mejores condiciones para interpretar el período de entre 1865 y 1896. Pero repasemos, primero, las interpretaciones tradicionales del período en Estados Unidos de 1865 a 1896. Grosso modo, estas interpretaciones pueden dividirse en tres grupos amplios. El primer grupo, formado por monetaristas como Friedman y Schwartz, no llega a una conclusión clara sobre el período porque contempla dos indicadores contradictorios: la caída de precios que indica, para este grupo, un efecto depresivo y el crecimiento económico. El segundo grupo, más tendente al keynesianismo, considera el mismo como un período de continuas depresiones económicas que provocan malestar social. Este grupo presenta también la, todavía tradicional, interpretación de algunos contemporáneos del período. El tercer grupo, al tiempo que recalca la inestabilidad del sistema financiero y los ciclos económicos, considera este período como un período caracterizado por el amplio crecimiento económico. Esta es la opinión que mantienen algunos contemporáneos, así como lo sugiere una interpretación austríaca de los datos.[336]

---

[336] Así, el economista austriaco Patrick Newman (2012) afirma que no se produjo depresión alguna entre 1873 y 1879. Sostiene que la caída de precios fue la razón de la interpretación errónea del período. Del mismo modo, los nuevos institucionalistas parecen evaluar positivamente el período de forma similar a los austríacos. Douglas C. North afirma: «en el período entre la Guerra Civil y la Primera Guerra Mundial, emergimos como la mayor nación industrial del mundo, sin perder nuestra preeminencia como proveedores mundiales de materias primas y alimentos… [El] desarrollo industrial de los Estados Unidos fue espectacular durante este período (1961, pág.195) …» A pesar de que North describe un período más largo del que estamos considerando, hace una valoración muy positiva del mismo. Por tanto, resultaría extraño afirmar que este autor cree que, durante este período, se produjo una

Pasemos ahora a analizar, en primer lugar, algunos representantes de la concepción inestable del período. A menudo, presentan opiniones contradictorias sobre el período y, debido a su marco teórico, son incapaces de comprender lo que sucedió. Es el caso de monetaristas como Milton Friedman y Anna Schwartz.[337] Ambos se ven obligados a considerar el crecimiento de los datos del PIB junto a una caída simultánea de precios. Esto pone en entredicho la opinión generalizada y ampliamente aceptada entre los economistas de que la caída de precios y el crecimiento económico son elementos incompatibles, es decir, pone en entredicho su propia teoría. Por tanto, este período fue toda una sorpresa para Friedman y Schwartz, que declaran que este suceso «arroja serias dudas con respecto a la validez de la

---

«Gran Depresión». Además, North menciona la caída de precios sin hacerla responsable de perturbaciones, sino que, por el contrario, la ve como consecuencia del crecimiento económico. «Hasta 1896 el nivel de precios cayó a nivel internacional, reflejando de esta forma el hecho de que se estaba dando un aumento de la producción a un ritmo más rápido que la oferta monetaria, pero después de esta fecha se evidenció lo contrario (1961, pág.201)».

[337] Para consultar valoraciones positivas adicionales del período, ver también los escritos de Dickey (1977) y Shields (1977) que pertenecen a este primer grupo. Son autores que no pertenecen al grupo de economistas austríacos, sino que siguen, más bien, la tradición monetarista. Otro ejemplo es el de Coppock (1961). Su obra tiene por título el de *Las causas de la Gran Depresión 1873–1896.* Afirma, no obstante, que, durante este período, solo se redujo la tasa de crecimiento (pág.216). Del mismo modo, resulta interesante el hecho de que los propios Friedman y Schwartz señalan que la caída de precios podría haber inducido a los economistas a considerar de forma errónea la amplitud y severidad de la recesión de los años 70: «pero la caída abrupta de la magnitud financiera, más evidente y mejor documentada que el comportamiento de un huésped de una magnitud física de vaga medición, podría haber llevado a los observadores contemporáneos y, posteriormente, a los estudiantes a sobreestimar la severidad de la contracción y, quizás, incluso su amplitud (1971, págs. 87–88)».

opinión generalizada de que una deflación de precios grave y secular es incompatible con un crecimiento económico rápido (1971, pág. 15)». No obstante, Friedman y Schwartz admiten el crecimiento y no tienen una visión tan negativa de este período como otros autores. El único problema para ellos, es que este hecho no se correspondía con su teoría monetaria, tal y como se indica en la cita de la parte superior de la página.

No obstante, existen otros autores con una percepción más negativa. Esos autores pertenecen al segundo grupo, el cual parece oponerse fuertemente a los datos que ponen de manifiesto que la caída de precios no suprimió la producción o el crecimiento. En efecto, eran muchos los autores que creían que, en los años 70 y posteriormente, se habían producido graves depresiones. Esta creencia parece haberse convertido en uno de los mitos más peculiares de la historia económica. Por ejemplo, Weinstein habla de una depresión en los años 70 (1970, pág. 360). Rendigs Fels, afirma, en el mismo sentido, que: «la contracción cíclica posterior al pánico de 1873 fue la más larga de la historia de los ciclos económicos de Estados Unidos, pues duró hasta marzo de 1879, es decir, un período de cinco años y cinco meses (1959, p. 107)».

Esta observación deja perplejo a cualquier historiador que sea consciente del hecho de que el índice de producción de Warren y Pearson, tal y como se ha mencionado anteriormente, ¡aumenta entre 1874 y 1879 de 13.97 a 23.03! Fels, además, habla de la depresión de los años 70 como algo «sobresaliente» en la historia de los ciclos económicos (1959, pág. 73).[338] En mismo autor menciona, en otra obra, una «depresión de gran magnitud» que imperó desde 1873 hasta 1897 (1949, pág. 69). Uno de los indicadores de esta depresión sería ¡la caída de precios al por mayor! Por tanto, parece estar claro que la caída de precios se considera, de forma errónea,

[338] Ver también Fels (1951, pág. 325).

un sinónimo de depresión. Asher Achinstein también apunta en esta dirección y califica a los años desde 1873 hasta 1879 como la contracción más longeva de la historia de Estados Unidos y la compara con la contracción de 1929–1933 como una de las depresiones más severas.[339] Unger señala que los historiadores económicos «siguen debatiendo las causas de la 'Gran Depresión' de 1873–1896». (1964, pág. 338), pie de página 71. Walter Nugent comenta, sobre los años 70, que: «los años setenta fueron una década de depresión generalizada, las condiciones variaban de un país a otro solo en la gravedad de su desolación (1967, pág. 48)».

Samuel Rezneck también habla de las supuestas depresiones graves que imperaron desde 1873 hasta 1878, 1882 hasta 1886 y 1893 hasta 1897[340] y Charles Hoffman (1956) habla de la depresión de los años 90. La evidencia principal de Rezneck que explica estas depresiones parece haber sido el malestar social durante estos períodos. Además, Earl J. Hamilton considera el período 1873–1892 de caída de precios en Europa[341] y los Estados Unidos como depresivo y parece

---

[339] Achinstein (1961, pág. 166, 170)

[340] Ver Rezneck (1950), (1953) y (1956).

[341] «En Gran Bretaña, la gente que vivió durante este período y los académicos tenido una posición considerablemente mejor al final del período de 'depresión' que antes (Selgin 1997, pág. 50)». Selgin (1997, págs. 51–52) califica, por tanto, como mito la percepción de que se produjo una depresión en Gran Bretaña entre 1873 y 1896. Señala 4 posibles causas de este mito que también pueden observarse en el caso de Estados Unidos. En primer lugar, ciertamente algunos sectores sí se vieron afectados por la depresión, como la agricultura estadounidense. En segundo lugar, hubo fluctuaciones económicas. En tercer lugar, existían teorías erróneas, a saber, que la caída de precios alteraba la producción. Esas teorías existían también en Estados Unidos. Por último, existía cierta simpatía por los grupos afectados de forma negativa. En Estados Unidos estos grupos estarían formados por granjeros. Sobre este mito, ver también Musson (1959).

aportar como evidencia principal el malestar social y la literatura revolucionaria de este período:

> En la medida en que cayeron los precios debido a una oferta monetaria deficiente, se limitaron los beneficios y las empresas se tambalearon. En la mayor parte de países del mundo occidental, los negocios resultaron deficientes durante mucho más de la mitad de este período y la depresión que comenzó en 1873 fue una de las más severas que el mundo haya experimentado [pie de página omitido]. Henry George, Edward Belamy, Henry Demarest Lloyd y Karl Marx comenzaron a publicar literatura de protesta y algunas de sus obras fueron Best Sellers. Estados Unidos contaba con el movimiento Granger, el Partido Populista y el Ejército de Coxey. Inglaterra contaba con su famosa Real Comisión sobre la Depresión del Comercio y la Industria, ante la cual Alfred Marshall declaró orgulloso; y en la historia económica inglesa la Gran Depresión hace referencia al cuarto de siglo, 1873–1897. (1952, págs. 345–346).

Es, por supuesto, cierto que el período estuvo marcado por el malestar social y por la proposición de ideas de la edad de oro relacionadas con el socialismo y el comunismo. No obstante, la casualidad no estaba siguiendo, probablemente, la dirección que indica Hamilton. Más bien, fueron las nuevas ideas y escritos filosóficos los que estimularon el malestar social y no el malestar social el que estimuló las nuevas ideas.

Además de la caída de precios y el malestar social, otra razón, si bien no independiente, de este mito generalizado sobre el período de 1865 a 1896 emana del punto de vista y los datos aportados por el NBER. En efecto, la cronología del NBER establece 16 de los 31 años como de recesión.[342] Ésta

---

[342] Ver Davis (2006, p. 106). Davis critica la cronología del NBER. Utiliza su propia recopilación de datos, basada en 43 componentes anuales de la industria minera y manufacturera. El mismo reduce el número de años recesivos del período de 1865 a 1896 a 7 y elimina 3 recesiones completamente. Davis argumenta de forma fehaciente que la persistente deflación de precios durante el período condujo a equívoco a Willard

supone la concentración más alta de años recesivos en la historia del NBER y resulta, ciertamente, impresionante. Es probable que los historiadores del NBER cometieran errores en sus análisis debido a la persistente deflación de precios de este período.

No obstante, las opiniones de los economistas, mencionadas anteriormente son, aun así, sorprendentes teniendo en cuenta que éste fue un período de crecimiento a pesar de la caída continua de precios entre 1873 y 1879, la caída de la oferta monetaria y la prevalencia del malestar social.

Otra interpretación basada en un análisis austriaco llega a una conclusión muy distinta. Si se tienen en cuenta los datos, aparentemente, éste fue un período de deflación de precios. La deflación de precios se debió, principalmente, al crecimiento económico en Estados Unidos y en el resto del mundo. Otra razón importante de la disminución de precios, al menos durante el período de billetes verdes, fue la previsión de que se produjera un aumento de la calidad del dinero. Esta previsión de aumento se debió a que se consideraba más probable la reanudación en especie de los billetes verdes. Además, especialmente durante el primer subperíodo, muchos países industriales pasaron de un patrón plata a un patrón oro, lo que provocó, por tanto, un aumento de la demanda de oro y ejerció presión a la baja sobre los precios basados en el oro.

Thorp (1926) a la hora de elaborar su análisis empresarial (sobre el que se basan los datos del NBER, por ejemplo, la publicación de Wesley Mitchell (1927)) y éste, como consecuencia, sobreestimó la duración y el número de recesiones (Davis 2006, p. 113). Considero que los datos aportados por Davis, procedentes de empresas ubicadas en fases superiores de producción, son más adecuados que las cifras del PIB para identificar los ciclos económicos históricos, pues los movimientos cíclicos son más pronunciados en las fases superiores de producción.

Naturalmente, no todo en este período fue perfecto o maravilloso. Se produjeron algunos defectos graves del sistema financiero. El sistema de banca con reserva fraccionaria, por medio de la expansión del crédito que resultó en inversiones fallidas (por ejemplo, las de la industria del ferrocarril), provocó continuas fases de auges y depresiones. Además, el sistema de banca con reserva fraccionaria, al no contar con un prestamista de último recurso, experimentó múltiples pánicos financieros. Obviamente, todo ello entrañó diversas tragedias personales. Los movimientos sociales y el activismo se afianzaron, en este período, durante los pánicos financieros y las quiebras de los días recesivos.

No obstante, a pesar del desperdicio de recursos debido a las inversiones fallidas, el crecimiento económico estadounidense fue espectacular y resultó de la combinación de un aumento de la división de trabajo, un crecimiento demográfico, un aumento de los ahorros y la acumulación de capital y de innovaciones en un marco de libre mercado.

Cabe destacar que la caída de precios no reprimió a las empresas o a la producción, tal y como puede apreciarse en el aumento del PIB. Parece que, visto en retrospectiva, la caída de precios, combinada en ocasiones con una caída de la oferta monetaria amén del malestar social, fue considerada por parte de los historiadores económicos como una prueba de la recesión en vez de considerar la caída de precios como una prueba del crecimiento económico y la prosperidad. Así, Rothbard señala:

> Debería, pues, quedar claro que la «gran depresión» de los años 70 es un gran mito — un mito surgido de la interpretación errónea del hecho de que los precios cayeron, en general, de forma abrupta durante el período completo [1865–1879]. (2002, págs. 154–155)

La caída de precios no provocó una recesión. Más bien, durante las recesiones del período, la deflación del crédito bancario dio lugar a una mayor presión a la baja sobre los

precios. No obstante, en general, el aumento de la producción fue una de las causas de la caída de precios. La producción aumentó de forma más abrupta de lo que caía la oferta monetaria y los precios. Ciertos economistas contemporáneos también hicieron esta observación. Ellos pudieron atestiguar el crecimiento económico sin obcecarse en la deflación de precios. El economista contemporáneo David Ames Wells reconoció la bendición del crecimiento económico que dio lugar a la caída de precios. Así, en 1891, escribió:

> … si la caída de precios se ha debido, principalmente, tal y como se ha demostrado, a causas naturales y permanentes, a saber, el aumento del poder del ser humano en la labor productiva y distributiva, entonces el resultado, al crear una mayor abundancia de todas las cosas buenas y poner una mayor cantidad de las mismas al alcance de las masas para el consumo y disfrute, ha sido una de las mayores bendiciones. (1891, pág. 250)

En respuesta al argumento bimetalista de que las empresas están constantemente endeudadas y de que, por tanto, la deflación es una carga sobre la producción, Frank W. Taussig, un economista de este período, realiza la siguiente observación con respecto a la experiencia de Estados Unidos:

> La prosperidad, la actividad y el avance industrial general han sido tan grandes y notorios que el argumento relativo a cualquier control a la industria solo podría considerarse con seriedad en períodos ocasionales de depresión o avance pausado. (1892, págs. 89–90).

Taussig también señala, de forma ingenioso, que la caída del nivel de precios no tiene por qué resultar en una depresión empresarial:

> Si el dinero escaseara, si su valor aumentara y cayeran los precios, cada productor, desde luego, recibiría un ingreso monetario menor que antes y dispondría de un capital monetario menor. No obstante, podría comprar la misma cantidad de mercancías y

trabajo que antes, y sería, en realidad, igual de rico y próspero. (1892, p. 87).

En resumen, la deflación de precios de 1865 a 1896 se debió, principalmente, a un gran crecimiento económico, complementado por un cambio por parte de muchos países industriales a un patrón oro y, antes de 1879, por un aumento de la calidad del dinero. Supone un mito afirmar que se produjo una gran depresión.

5.1.6 La caída de precios: una batalla política

5.1.6.1 El malestar social

Tal y como hemos visto, el período de 1865 a 1896 fue un período de crecimiento excepcionalmente abrupto en los Estados Unidos.[343] No obstante, fue también un período de malestar social. A primera vista, puede parecer que el malestar social resultó de la caída de precios, pues muchos grupos e individuos se oponían a la misma. Tal y como declara Roger E. Shields sobre una parte de este período:

> Los años entre 1873 –1896 estuvieron marcados por conflictos laborales, agitación y malestar social. Los partidarios de billetes verdes, populistas y los militantes de la Noble Orden de los Caballeros del Trabajo dejaron su marca en la economía estadounidense durante estos años. Si bien todos estos grupos presentaban quejas y demandas inherentes a cada uno, *el reclamo sobre la dificultad económica provocada por la caída de precios* y la demanda de que la oferta monetaria había de expandirse para

---

343 Ver Kuznets (1961, pág. 72). De acuerdo a Rothbard (2002, pág. 64), el ingreso per cápita (en dólares de 1958) aumentó de 531 dólares en el promedio del decenio 1869–1878 a 795 dólares en el promedio del decenio 1889–1898 ¡Un aumento de casi el 50%!

revertir esta caída forjaron un vínculo común de intereses entre ellos [Cursiva añadida] (1977, pág. 1)

Friedman y Schwartz también observan una «tendencia a la baja pausada, pero más bien firme, de los precios de los productos que prolongó y exacerbó el descontento político iniciado por una rápida caída de los precios tras el fin de la Guerra Civil (1971, pág. 8)». ¿Cómo puede explicarse, a nivel teórico, que durante un período de producción en aumento y un rápido aumento en el ingreso per cápita, surja malestar social?

Tal y como he explicado en los apartados 4.1.1 y 4.1.2, existen múltiples razones por las que los individuos se oponen a la caída de precios. Se produce una redistribución desfavorable a los deudores. Por tanto, cabe esperar que los deudores sean una fuente potencial de malestar social incluso en períodos de deflación de precios.

Otro factor que contribuyó, durante este período, a que se produjera descontento entre los deudores fue la caída de los tipos de interés.[344] La caída de los tipos de interés provocó el aumento del valor real de las deudas existentes. Si los deudores querían devolver sus deudas antes de que éstas expiraran o adquirirlas de nuevo, tenían que pagar precios más elevados. Los acreedores, por su parte, podían vender las deudas a precios mayores.

Del mismo modo, he señalado, en el apartado 4.3.3 que los grupos deficitarios de una deflación de precios suelen estar bien organizados. Durante el período de deflación por crecimiento en Estados Unidos, es decir, 1865–1896, existían grupos, como agricultores endeudados y empresas, que se encontraban en riesgo de experimentar pérdidas considerables debido a la caída de precios. Estos grupos tenían una mayor influencia política. Los agricultores, en

[344] Ver Siegel (1998, pág. 8).

particular, lograron consolidarse como un grupo formidable, pues su organización ofrecía servicios al alcance de personas ajenas a su grupo.[345] Por tanto, Grange, fue una organización social y educativa. Los intereses empresariales también pudieron organizarse fácilmente en pequeños grupos con intereses comunes sólidos. Las empresas, de hecho, tenían mucho que perder en una deflación de precios, pues estaban fuertemente endeudadas.

De hecho, los intereses perjudicados de la clase deudora y su presión para lograr la restauración del nivel de precios anterior comenzaron a manifestarse ya en el período descrito. Tal y como afirma David Ames Wells en 1891 sobre el período de la caída de precios:

> Probablemente, la característica más significativa de la transición económica moderna ha sido la caída abrupta de los precios de la mayoría de las mercancías; y dado que se han visto temporalmente perjudicados, por tanto, grandes intereses materiales—mercancías con un menor valor que no liquidan la misma cantidad de deuda que antes— la deriva del sentimiento popular parece ser el efecto de que tal resultado ha tenido la calamidad por naturaleza. En consecuencia, se ha presentado, en los últimos años, una gran variedad de propuestas e invenciones que han ocupado gran parte de la atención del público en todos los países civilizados, los cuales, en realidad, tenían por objeto no solo la detención de esta caída, sino también el restablecimiento de precios a un nivel parecido al que tenían antes. [Cursiva añadida] (1891, p. 447).

En el próximo apartado analizaremos en detalle los movimientos que se oponían a la deflación de precios: a saber, los partidarios de los billetes verdes y los partidarios pro-plata. También analizaremos los motivos de los componentes

---

[345] Olson, (1971, pág. 132) explica que, en los grandes grupos, se puede eliminar la problemática del comportamiento parasitario si se ofrecen servicios «derivados», de los que puedan excluirse a los miembros ajenos al grupo.

de estos grupos, pues entre ellos destacan mineros, la clase empresarial dirigente y los agricultores, los cuales constituyen el origen del mayor descontento social. Estos grupos se estudiarán en un apartado propio. Del mismo modo, consideraremos las justificaciones económicas de la oposición a la caída de precios y cómo esta oposición está relacionada con los grupos de interés. Es posible que esto nos permita comprender cómo surgió el planteamiento de que la rápida caída de precios es, de alguna forma, incompatible con el crecimiento económico.[346]

5.1.6.2 Partidarios de los billetes verdes

Entre 1865 y 1878 se produjo «una controversia política con respecto a los billetes verdes y su papel en la disminución de precios existente» (Friedman and Schwartz 1971, págs. 24–25). Muchos grupos abogaban por la reanudación inmediata, especialmente los importadores, los banqueros orientales y algunos fabricantes, especialmente trabajadores del sector textil, a quienes, como exportadores, les interesaba una divisa estable.[347] Por otro lado, había muchos grupos que defendían los billetes verdes y se oponían a la reanudación, por ejemplo, agricultores y algunos grupos del mundo empresarial. Friedman y Schwartz señalan un «[...] apoyo de la divisa inconvertible por parte de muchos grupos del mundo empresarial tanto durante y después de la guerra [la Guerra Civil], y un apoyo creciente por parte de la agricultura a

---

[346] Friedman y Schwartz afirman que existe la «actual, percepción generalizada de que la deflación secular de precios es incompatible con el rápido crecimiento económico. Con «actual» se sugiere que este pensamiento no siempre estuvo generalizado.
[347] Ver Friedman y Schwartz (1971, pág. 45).

medida que caían los precios agrícolas» (1971, pág. 7). Posteriormente, añaden:

> La fehaciente defensa de la expansión monetaria, por parte de grupos aún más mixtos, tenía por objetivo compensar los efectos negativos de la deflación. Estos grupos eran grupos agrícolas que, inicialmente, habían sido grandes defensores de la contracción monetaria, portavoces de grupos laborales, comerciantes occidentales y banqueros, herreros de Pensilvania y hombres de negocios con intereses en bienes inmuebles occidentales y en transporte (págs. 45–46).

Rothbard concuerda con la perspectiva de Friedman y Schwartz de que algunos industriales apoyaron el movimiento: «El sector del hierro de Pensilvania, lideró, junto a fabricantes de acero, un grupo considerable de industriales que abogaban por la continuación de los billetes verdes. Estos industriales se oponían a la reanudación y, naturalmente, a cualquier contracción monetaria para prepara una reanudación de especie». (2002, pág. 147)

No resulta difícil averiguar las razones por las que estos grupos se oponían a la reanudación con el fin de evitar la deflación de precios. La deflación de precios implicaba una redistribución de riqueza de los grupos a favor de la expansión a otros grupos poblacionales. Es posible explicar la posición de los grupos mencionados en la cita de Friedman y Schwartz. Muchos agricultores e industriales estaban fuertemente endeudados.[348] En una deflación de precios, su deuda real aumentaría. Los bienes inmuebles occidentales serían más atractivos para los agricultores, los compradores potenciales, si los precios de productos agrícolas no cayeran en relación con otros precios y si la carga real de deuda no

---

[348] Taussig 1892, pág, 90 afirma que los agricultores y la industria ferroviaria se vieron afectados, principalmente, por un aumento en su carga de deuda a largo plazo.

aumentara. En particular, la industria del ferrocarril estaba fuertemente endeudada y los herreros eran sus principales clientes. La situación empeoró aún más cuando el Pánico de 1873 puso de manifiesto que muchas empresas y ferrocarriles habían ampliado su negocio de forma excesiva.[349] Los promotores del ferrocarril recibieron un duro golpe y, en noviembre de 1873,[350] se produjo el impago de una octava parte del total de las deudas nacionales del ferrocarril. La mala distribución intertemporal de los recursos se había vuelto evidente. También las industrias endeudadas del hierro y el acero recibieron un duro golpe debido a la caída de precios y al hecho de tener que invertir grandes sumas de dinero en nuevas tecnologías.[351]

No resulta sorprendente el hecho de que muchos hombres de negocios y banqueros se opusieran a la caída de precios y estuvieran a favor de una emisión continua de billetes verdes. Tal y como señala Irwin Unger: «los fabricantes de botas y zapatos e, incluso, los comerciantes y banqueros, perpetraron un ataque conjunto a la Ley de Contracción *[Contraction Act]* tras 1866 (pie de página omitido) y equilibraron las fuerzas que, durante esos años, inmovilizaron el Congreso con asiduidad». (1964, pág. 44).

El especulador ferroviario George Francis Train abogaba por una vasta emisión de nuevos billetes verdes: «proporciónennos los billetes verdes que solicitamos y nosotros construiremos ciudades, sembraremos maíz, abriremos minas de carbón, controlaremos los ferrocarriles, zarparemos, cultivaremos algodón, abriremos fábricas y

---

[349] Sobre el Pánico de 1873, ver Dewey (1907, págs. 370–372). Fels (1959) señala que la industria del ferrocarril sobreestimó la cantidad de capital disponible.
[350] Ver Unger (1964, págs. 220–221).
[351] Ver Unger (1964, pág. 49).

minas de oro y plata, erguiremos laminadores… Cumplan mi resolución y habrá un rayo de esperanza».[352]

Jay Cook fue otro empresario comprometido con el seguro vitalicio, las tierras forestales, los ferrocarriles, el carbón y las inversiones en hierro. Estaba a favor de la expansión, pues afirmaba que la zona oeste, en crecimiento, necesitaba el nuevo dinero para construir ferrocarriles y mejorar las explotaciones agrarias.[353] Tras el colapso del auge ferroviario de 1874, Richard Schell, otro especulador ferroviario, abogó por aumentos sustanciales de la oferta monetaria y por un programa de gasto estatal proto-Keynesiano.[354]

Existían relaciones directas e indirectas entre la política y el mundo empresarial. Debido a la influencia política de las empresas, muchos políticos estaban abiertos a escuchar las reclamaciones de los empresarios. Por ejemplo, la mayoría de los líderes republicanos tales como George S. Boutwell y Oliver P. Morton tenían una estrecha relación con contactos industriales.[355] A menudo, existía, incluso, una relación más directa entre la política y los intereses económicos. Por ejemplo, el magnate del algodón, William Sprague, era senador. Thomas Ewing Jr, quien, junto a los miembros de su familia, tenía intereses en los ferrocarriles amén de en los terrenos de carbón y hierro, lideraba el Partido Demócrata de Ohio.[356]

Todos los grupos de interés mencionados anteriormente solicitaban créditos adicionales y una expansión de las

---

[352] Cincinnati Enquirer, 17 de Ag., 1867, citado en Unger (1964, pág. 46).
[353] Ver Unger (1964, págs. 46–47).
[354] Ver Unger (1964, pág. 47).
[355] Ver Unger (1964, pág. 45).
[356] Ver Unger (1962, págs. 59–62). Cabe destacar, nuevamente, que no todos los empresarios se oponían a la reanudación (Unger 1962, pág. 69). Los exportadores de textil estaban a favor de la misma, mientras que los herreros y empresarios con intereses occidentales estaban en contra.

emisiones.[357] Muchos de ellos se congregaban en el Partido Greenback. El Partido Greenback se había fundado a raíz del pánico de 1873. Así pues, el auge y la posterior recesión causada por la expansión del sistema bancario proporcionaron la munición del descontento social a los agitadores. El descontento no se debió a la caída de precios per se, sino, más bien, a las quiebras y la miseria de la recesión. El Partido Greenback se fundó sobre el descontento. Este partido tenía muchos objetivos favorables a los grupos de interés que lo apoyaban. Uno de los objetivos era evitar una caída de precios aun mayor con el fin de fomentar el negocio y solucionar los problemas de los agricultores.[358] Una forma de lograrlo era la derogación de la reanudación y un aumento de la oferta de divisa. Otro objetivo era la reducción de la carga de deuda.

No es de extrañar que el Partido Greenback fuese fundado por un grupo de agricultores.[359] El gobierno había pagado a los agricultores con las reservas de billetes verdes durante la Guerra Civil y éstos se habían endeudado durante el período de billetes verdes. Consideraban injusto el hecho de tener que pagar sus deudas de billetes verdes con oro, pues a ellos se les había pagado con billetes verdes y, en consecuencia, se opusieron a la reanudación. Uno de sus lemas, que refleja este argumento, fue: «la misma divisa para tenedor de bonos que para el tenedor de abonos».[360]

---

[357] Ver Friedman and Schwartz (1971, pág. 47). Ver también Unger (1964, pág. 222) para consultar la demanda de inflación por parte de los herreros y de la industria del ferrocarril.
[358] A menudo, no se renovaban las hipotecas a raíz del Pánico de 1873. Ver Shannon (1957, pág. 55).
[359] Para consultar el apoyo de agricultores al movimiento de billetes verdes en los años 70, ver Shannon (1957, pág. 57).
[360] Ver Shannon (1957, pág. 59).

Del mismo modo, es posible vislumbrar, en los argumentos aportados por el Partido Greenback, la idea de que la insuficiencia monetaria perjudicaría los negocios. El representante George O. Jones, un partidario de los billetes verdes que posteriormente se presentaría como candidato respaldado de forma independiente por el Partido Populista, escribe, en un panfleto titulado *¡Más dinero y menos miseria!:*

> En veintitrés años de gobierno republicano, se han acumulado montañas de deudas, creado y perpetuado bancos, bonos, ferrocarriles, tierras y otros monopolios y, aún con un tesoro copioso bajo su mando, ha sido incapaz de proporcionar a los ciudadanos estadounidenses dinero suficiente para llevar a cabo sus negocios, *hasta ahora,* que el capital europeo pone su propio precio en cada gota de producción estadounidense y determina el valor de cada hora de trabajo estadounidense. Ese partido es responsable de la quiebra universal provocada por la contracción de la divisa anterior a 1873 y por la reducción a los precios actuales, del trigo, los productos manufacturados y los jornales, de manera que los agricultores estadounidenses, los mecánicos, los fabricantes y los comerciantes se ven amenazados por la ruina total y la forzosa inactividad. (1884, pág. 4).

La referencia que hace Jones al capital europeo refleja los distintos intereses. El capital europeo estaba a favor del patrón oro, pues su inversión habría sufrido una pérdida de valor si el dólar estadounidense se hubiera depreciado por la expansión de los billetes verdes o por la adopción estadounidense de un patrón plata.

En 1880, cuando se hubo logrado una reanudación de especie, el Partido Greenback adaptó un nuevo programa. El programa exigía un papel moneda fiduciario gubernamental y la acuñación ilimitada de monedas de plata. Esto nos lleva a la segunda fuerza política importante que se oponía a la caída de precios: los partidarios pro-plata.

5.1.6.5 Partidarios pro-plata

Paralelamente a la cuestión de los billetes verdes, la cuestión de la plata surgió de 1875 en adelante. Los partidarios de la plata defendían que este metal desempeñase un papel más grande en el sistema monetario estadounidense.[361] El precio mundial de la plata había caído tras la desmonetización de la plata en la Ley de Acuñación*[Coinage Act]*de 1873, impulsada por la apertura de nuevas minas de plata en la región oeste de Estados Unidos y el cambio de muchos países europeos (Alemania, Francia y la Unión Latina) de patrones bimetálicos o de plata a patrones de oro, lo que puso el precio de la plata bajo presión.[362] Naturalmente, los productores de plata y los interesados en la inflación se habrían encontrado en una posición mejor de no producirse esta desmonetización legal de la plata. Querían monetizarla de nuevo. Con un patrón bimetálico en una ratio 16 a 1 y una acuñación libre a esta tasa, la plata se habría revalorizado y el oro, depreciado. El oro habría desaparecido de la circulación en reservas y países extranjeros. La demanda monetaria de plata habría aumentado, lo que habría generado beneficios extraordinarios para los mineros de la plata. Además, la plata mundial se habría derivado a Estados Unidos.
A medida que la oferta de la plata aumentara a un ritmo mayor que el oro y que se hubiera derivado plata a Estados unidos, la monetización de la plata habría provocado,

---

[361] Hugh Rockoff (1990) afirma que el libro infantil El mago de Oz es una alegoría monetaria sobre el libre movimiento de plata.
[362] Para consultar las razones de la caída del precio de la plata ver Laughlin (1968, págs. 109–206). La ratio de producción de plata y la de producción de oro aumentó de 6.0 en 1861–1865 a 12.5 en 1871–1875, el período de desmonetización de la plata. La ratio siguió aumentando hasta alcanzar su pico en 1893, a 23.4. Ver Warren y Pearson (1933, pág. 145), Tabla 26.

probablemente, una ralentización o, incluso, una inversión de la caída de precios.[363]

Por tanto, las leyes de moneda de curso legal que establecieron una ratio legal de plata a oro de 16 a 1 y la desmonetización de la plata dieron lugar a una deflación de moneda de curso legal durante el período completo de 1865 a 1896, en el sentido de que los precios eran más bajos de lo que habrían sido sin estas políticas monetarias. Durante la primera parte del período anterior a 1874 la plata no se utilizaba como medio de intercambio tal y como habría ocurrido con la ausencia de leyes de moneda de curso legal con respecto al bimetalismo que retiraron de la circulación la plata depreciada. Las leyes de moneda de curso legal con respecto al bimetalismo redujeron la cantidad total de medios de intercambio. Por tanto, los precios monetarios eran más bajos de lo que habrían sido de no darse el bimetalismo. En 1873 y 1874, la plata se desmonetizó de forma prácticamente legal. Perdió su estatus de moneda de curso legal para cantidades mayores a 5 dólares. La plata era un digno adversario para el oro en circulación. El gobierno fiduciario, por medio de la desmonetización legal de la plata que evitaba su uso como medio de intercambio, los precios eran forzosamente más bajos de lo que habrían sido en un libre mercado, en el que, probablemente, se habría utilizado tanto el oro como la plata. Nos encontramos ante un caso de deflación de moneda de curso legal.

Naturalmente, algunos grupos se dieron cuenta de que, de no darse la deflación de moneda de curso legal y, también, de haber simplemente mantenido la antigua ratio bimetalista de moneda de curso legal del oro y la plata, los precios habrían sido mayores. Los grupos de individuos que se oponían a la

---

[363] Ver Friedman (1990, págs. 1174–1175) para consultar una estimación hipotética de precios bajo una acuñación libre de plata.

caída de precios se opusieron a la desmonetización de la plata. Como consecuencia, a los mineros de plata se les unieron otros grupos de interés en su petición de acuñación libre. Estos grupos se habían opuesto a la caída de precios durante el período de billetes verdes: agricultores y hombres de negocios fuertemente endeudados. Por tanto, existían tres grupos principales que defendían la plata.[364] Los agrarios meridionales y occidentales, que estaban endeudados,[365] industriales sobreendeudados que obtendrían beneficios de una inflación, y los mineros occidentales de plata, que querían un mercado estatal garantizado para sus productos. Fue una alianza natural entre los que esperaban obtener un beneficio directo, por medio de la producción monetaria, y los que esperaban obtener un beneficio indirecto, por medio de un aumento de los precios gracias a la monetización de la plata.[366] Por tanto, la mayor parte del apoyo a la plata procedía de «políticos, publicistas, empresarios y votantes del Medio Oeste urbano».[367]

No es de extrañar que la remonetización de la plata lograra el apoyo de varios industriales, agentes inmobiliarios e inversores en ferrocarriles, minas de hierro y carbón.[368] De

---

[364] Ver Weinstein (1970, pág. 6). Shanon señala: «Los agricultores endeudados se apresuraron en subirse al carro de los propietarios de las minas (1957, pág. 59)». Ver Robert F. Hoxie para una percepción sobre un argumento distinto que reflejaba diferentes intereses proporcionados, de la misma forma, para la acuñación gratuita de la plata: «(1) una falta de confianza y la empresa comercial. (2) Una gama baja de precios. (3) Aumento del endeudamiento. (4) La depresión de nuestra gran industria minera de plata (1893, pág. 546)».

[365] Ver Shannon (1945, pág. 314). Ver también Friedman y Schwartz (1971, p. 48, 115) sobre los agricultores en deuda en el Medio Oeste y Sur que se unieron al Partido Greenback.

[366] Sobre esta alianza, ver Dewey (1907, pág. 406).

[367](Weinstein 1970, pág. 293). Weinstein añade que el sur tan solo proporcionaba un apoyo pasivo.

[368] Ver Unger (1964, pág. 335).

hecho, el bimetalismo, es decir, el patrón doble oro-plata, en la antigua ratio, hizo un llamamiento a los empresarios que consideraban que la pérdida de la categoría de la plata como moneda de curso legal era la responsable de la caída de los negocios tras 1873.[369] Por tanto, el Partido Greenback no fue el único que emergió debido al descontento de la recesión de 1873, también lo hizo el movimiento pro-plata. La recesión del ciclo económico, con sus quiebras y liquidaciones, estimuló el descontento.

La reducción de la carga de deuda desempeñó un papel fundamental para los partidarios de la plata al igual que lo había hecho para los partidarios de los billetes verdes. Durante la controversia, los grupos empresariales del medio oeste siguieron apoyando la plata, pues deseaban reducir su carga de deuda.[370] Tal y como el senador Willian B. Allison declaró durante un debate en el senado a favor del bimetalismo legal en febrero de 1878:

> Los que favorecen esta medida no proponer incumplir promesa alguna, ni mucho menos empañar o menoscabar el crédito público, sino, más bien, asentarlo sobre cimientos más duraderos por medio del aumento de nuestra capacidad de pago en concordancia con la promesa de las pesadas cargas públicas que ahora nos abruman.[371]

En esta línea de pensamiento, George M. Weston, empresario y fundador de una empresa alimentaria en 1882, consideró que la desmonetización de la plata de 1873 constituía un fraude para los estadounidenses en favor de los acreedores.[372]

---

[369] Ver Weinstein (1970, pág. 125).
[370] Ver Weinstein (1970, pág. 128).
[371] Ver act. del congr., congr. 45 2D ver vol. 7, part. 2, pág. 1,061, 15 de Feb., 1878, citado en Weinstein (1970, pág. 302).
[372] Ver Unger (1964, pág. 330).

Del mismo modo, se presentaron argumentos pseudoeconómicos avanzados a favor de la acuñación libre de plata en la antigua ratio oro-plata en nombre del bimetalismo. El primer bimetalista fue el senador John Percival Jones.[373] El mismo tenía intereses en las minas de plata, así como en la agricultura. Afirmaba que si se remonetizara la plata esto supondría un gran estímulo para la economía:

> los precios aumentarán; se estimulará el intercambio o comercio; se establecerán nuevas empresas; aumentarán los productos de la agricultura, la manufactura y la minería; las clases industriales y comerciales disfrutarán de un abundante empleo y obtendrán beneficios remunerativos y salarios; las quiebras y suicidios serán infrecuentes; se promoverán los matrimonios; la población crecerá a una ratio más rápida; se impulsarán la educación, la inteligencia y moralidad, así como la práctica de la religión; y aumentará enormemente la felicidad general de la humanidad.[374]

El senador Jones responsabiliza, de forma implícita, a la deflación de muchos, sino todos, de los problemas económicos de su tiempo. Considera, incluso, la inflación monetaria como la solución a todo problema religioso, moral y educacional.

5.1.6.4 Partidarios del oro

No obstante, también existía otro bando que estaba firmemente a favor de la desmonetización de la plata y rechazaba su monetización. Lo que estaba aquí en juego era la pérdida del patrón monetario por parte de los principales países industrializados. El oro se habría exportado desde

---

[373] Para consultar información sobre John Percival Jones, ver Weinstein (1970, págs. 53–81).

[374] Ver Jones, *Reanudación y patrón doble*, págs. 92–93, citado en Weinstein (1970, p. 99).

Estados Unidos y Estados Unidos habría permanecido con un patrón plata mientras el resto del mundo empezaba a utilizar el patrón oro. Esto habría significado el aislamiento monetario de Estados Unidos y la pérdida de oro en favor de los países extranjeros.

No sabemos si los banqueros eran conscientes de las consecuencias favorables que tendría la desmonetización de la plata sobre la capacidad de expansión crediticia del sistema bancario. No obstante, algunos de los individuos que ejercían presión para que se produjera esta desmonetización de la plata tenían vínculos con el sistema bancario. Esto parece indicarse de forma intuitiva en la literatura argéntea propagandística en la que se responsabilizaba a una conspiración de la plutocracia de la desmonetización de la plata.[375] La Ley de Acuñación de 1873 surgió en respuesta a un informe escrito en 1870 por H. R. Linderman y John Jay Knox en el que recomendaban que se redujera la acuñación de la plata. John Jay Knox había participado en el negocio bancario desde 1849, y en 1872 se convirtió en presidente del Banco Nacional de la República en la ciudad de Nueva York. El secretario del Tesoro, George Boutwell(Friedman 1990, pág. 1166), así como el presidente del Comité Financiero, el senador Sherman (Rothbard 2002, pág. 157) también apoyaron la recomendación de Knox y Linderman. Sherman también tenía vínculos con la industria bancaria, pues su hermano menor, Hoyt Sherman, era un banquero exitoso.

Pero ¿por qué la desmonetización de la plata tiene consecuencias favorables para los banqueros? Esto puede explicarse si se tienen en cuenta tres causas. La primera, la deflación de precios aumenta el incentivo de aceptar medios fiduciarios.[376] A fin de mantener los ingresos previstos, los

---

[375] Ver Friedman y Schwartz (1971, p. 115), pie de pág. 40.
[376] Con respecto a este punto, ver Hülsmann (2004, pág. 40).

empresarios están más dispuestos a aceptar medios fiduciarios como billetes. Puede reducirse, por tanto, el uso de dinero per se, lo que aumenta el potencial del proceso lucrativo de la expansión crediticia. La segunda, los banqueros consiguieron, por medio de la desmonetización de la plata, otro objetivo importante. Aumentaron directamente el uso de medios fiduciarios. La plata se había utilizado para compras menores.[377] El oro, debido a su gran valor por peso, no se utilizaba para compras menores. Debido a la legislación, la plata pasó a estar «infrautilizada» de forma artificial. La eliminación de la plata de la circulación supuso el surgimiento de un vacío para el pago de compras menores. Comenzaron a utilizarse sustitutos monetarios como fichas y billetes en lugar de plata para los intercambios rutinarios.[378] Todo el mundo debía tener una cuenta bancaria, pues los pagos con oro per se no podían satisfacer los intercambios rutinarios. Las empresas tuvieron que recurrir a los bancos, pues la plata era un «proscrito». Los banqueros, por supuesto, satisficieron la demanda con gusto, lo que llenó el vacío existente con la emisión de billetes y cuentas bancarias. El uso de billetes, por tanto, comenzó a aceptarse y generalizarse. El aumento del uso del sistema bancarios para realizar pagos y el aumento del uso de billetes dan lugar a un influjo de dinero per se en los bancos. Esto permitió una mayor emisión de medios fiduciarios.

La tercera, los banqueros representaban a inversores extranjeros que temían que sus inversiones perdieran valor si Estados Unidos adoptaba un patrón plata de forma efectiva.

---

[377] Fekete señala que las monedas de oro ganaron en un mercado libre y forzaron la retirada de la plata de la circulación. Los avances en el sector de la metalurgia hicieron posible acuñar también pequeñas monedas de oro (1996, pág. 12–13). De hecho, ambas razones, la desmonetización de la plata y las nuevas tecnologías podrían ser la razón de que triunfase el oro.
[378] Ver Hülsmann (2004, pág. 38–39).

El precio de la plata empezaría a caer, probablemente, en relación con el del oro y provocaría la retirada del mismo de la circulación a medida que se abrían nuevas minas y el sentimiento internacional comenzaba a favorecer al patrón oro. Si la plata no se hubiera desmonetizado, se habría convertido en el único dinero en circulación. A medida que los países industrializados importantes adoptaran un patrón oro, la plata del mundo industrializado se habría derivado a los Estados Unidos. Allí, se habría intercambio por oro en la tasa establecida, y con este oro la población habría comprado intercambios de divisas. El dólar estadounidense se habría depreciado en relación a las divisas de oro debido a la importación de la plata y a la nueva producción de las minas de plata. Los inversores extranjeros habrían perdido parte de sus inversiones. En gran medida, los banqueros representaban a los inversores extranjeros y, como tal, rechazaban la devaluación de las inversiones en dólares.

Aparte de los banqueros, los importadores también rechazaban un aislamiento monetario internacional de los Estados Unidos. Estados Unidos habría tenido una divisa de plata, mientras que otros países estaban ya adoptando el patrón oro. Esto habría aumentado el riesgo de intercambio de divisas en comparación con una situación en la que el mundo entero contara con un patrón oro. Además, estos importadores favorecían a un dólar estadounidense sólido y no a un dólar de plata en proceso de devaluación, lo que habría encarecido las importaciones aún más en términos de dólares.

5.1.6.5 El Partido Populista

Durante los años 80, una vez desaparecido el partido Greenback tras los resultados de las elecciones, se formarían nuevos grupos de interés agrícola denominados «Alianzas» que se unirían a las filas de los partidarios de la plata.

Finalmente, una unión de la Alianza del noroeste con una minoría de la Alianza del sur formaría un partido agrario, el Partido del Pueblo o Partido Populista, entre 1889–1990. Los agricultores eran los mayores defensores del Partido Populista. Tras 1891, muchos agricultores tenían dificultad para liquidar sus deudas, lo que dio lugar al embargo de la ciudad e hipotecas agrícolas en el Oeste[379]. Eso hizo que muchos habitantes del oeste agrícola pensaran que su futuro dependía de la remonetización de la plata. El Partido Populista secundó esta demanda. Una vez más, la recesión causada por la expansión crediticia artificial anterior, encendió a los agitadores. Y, naturalmente, durante los pánicos de 1893 y 1895, la popularidad del Partido Populista aumentó. No es de extrañar que los mayores representantes del partido fueran también representantes de los intereses de la plata[380]. El Partido del Pueblo abogaba por aliviar la carga de deuda de los agricultores por medio de la acuñación libre e ilimitada de la plata a una ratio de 16 a 1[381]. Una reivindicación común de lo agitadores era la injusta redistribución por la caída de precios de la población, es decir, los agricultores, a los titulares de hipotecas, quienes, se suponía, eran del Este[382]. No es de extrañar que la retórica principal fuese el problema de la caída de precios que los populistas querían combatir con 2 propuestas: (1) la acuñación libre de plata, y (2) la introducción de un papel

---

379 Ver Dewey (1907, pág. 460).

380 Ver Goodwyn (1978, pág. 239).

381 Un dólar de plata contenía 371.25 granos (24.07 gramos) de plata fina. Ver Friedman y Schwartz (1971, pág. 113).

382 Ver Friedman y Schwartz (1971, pág. 116). Faulkner dice, sobre el agricultor: «realmente creía que capital oriental se estaba beneficiando de su desgracia (1924, pág. 424)». Del mismo modo, Shannon afirma que los inversores orientales siguieron proporcionando hipotecas (1945, pág. 306). Ver también Goodwyn que los tenedores de bonos eran casi idénticos a la comunidad financiera oriental (1978, pág. 11).

moneda de curso legal[383]. Por tanto, el Partido Populista hacía un llamamiento a varios grupos de personas. Tal y como escribe Michael Kazin sobre las políticas oportunistas de partido de los populistas, quienes intentaron apelar a los intereses de la plata, los trabajadores y los agricultores por igual:

Para los agrarios cargados de deudas, propusieron un aumento de la oferta monetaria, la prohibición de que los extranjeros poseyeran propiedad inmobiliaria y un control estatal sobre los ferrocarriles que, tan a menudo, forzaban a los pequeños agricultores a pagar tanto como pudieran. Para los trabajadores asalariados, respaldaron la iniciativa vigente de acortar la jornada laboral, abogaron por la abolición de la agencia de disolución de huelgas Pinkerton y declararon que «los intereses de la labor civil y rural son los mismos». Para los reformistas de la divisa y residentes de estados occidentales mineros, pidieron la acuñación ilimitada tanto de oro como de plata.

5.1.6.6 Análisis del descontento agrícola y el malestar

Volvamos ahora a la situación de los agricultores durante la segunda mitad del siglo diecinueve en los Estados Unidos, ya que gran parte del malestar social se utilizaría, posteriormente, como prueba de que se produjo un período depresivo debido a la insatisfacción con las condiciones económicas de la agricultura[384]. En efecto, la posición del agricultor era más bien frágil. Esta posición frágil se debía, en parte, a las políticas estatales. Por ejemplo, el gobierno concedió subvenciones a los ferrocarriles en forma de enormes concesiones de tierras junto a las vías ferroviarias supeditadas a los kilómetros construidos. Como consecuencia,

---

[383] Además, los populistas exigían el fin del sistema bancario nacional. Ver Nugent (1968, pág. 106).
[384] Ver Shields (1977, pág. 201).

las vías ferroviarias se construían, en ocasiones, en zigzag a fin de recaudar subvenciones[385]. Estos se añadieron a otras subvenciones para los ferrocarriles, como la condonación de aranceles o la ayuda financiera directa. El número de tierras concedidas era vasto, ascendiendo a 242,000 millas cuadradas (unos 627,000 kilómetros), una superficie superior a la de Alemania o Francia[386]. Esto tuvo consecuencias negativas para los agricultores. En lugar de poder ocupar de forma ordinaria el terreno que habrían ocupado de no existir las concesiones de tierra, los agricultores tuvieron que adquirir el terreno a los ferrocarriles y se endeudaron con hipotecas. Por tanto, muchos agricultores forjaron una relación deudor-acreedor porque tenían que comprar estos terrenos a los ferrocarriles. Aquel agricultor que quisiera poseer terrenos debía alejarse muchos kilómetros de las principales líneas de transporte[387].

Otra política estatal responsable, en parte, de la posición de los agricultores fue la Guerra Civil, pues ésta desarraigó a muchas familias y dio lugar a una inflación de precios agrícolas que estimuló a mucha gente para trabajar en la agricultura. Los agricultores consideraron los elevados precios de la Guerra Civil como precios a largo plazo y se endeudaron para invertir en sus capacidades productivas[388]. Tal y como señala Harold U. Faulkner:

> Los ex soldados, los comerciantes y los mecánicos, alentados por la Ley de Propiedad de Tierras *[Homestead Act],* se apresuraron en conseguir tierras: pero en todos estos casos existía un déficit de capital y la tierra estaba hipotecada para proporcionar el equipo necesario. Todo iba bien hasta que los precios inflados de guerra colapsaron (1924, pág. 24).

---

[385] Ver Folsom (2003, pág. 18).
[386] Ver Faulkner (1924, pág. 456).
[387] Ver Shannon (1945, pág. 173).
[388] Ver Shannon (1957, pág. 48).

En un período de inflación de papel moneda y precios alimentarios de la Guerra Civil, los agricultores expandieron sus explotaciones de forma excesiva. Adquirieron nueva maquinaria y realizaron inversiones erróneas de los escasos recursos durante un auge artificial. Esto implica que no fue la caída de precios per se la que trajo dificultades a los agricultores, sino las inversiones erróneas. La liquidación de esas inversiones fallidas en explotaciones ampliadas de forma excesiva debía realizarse independientemente del nivel de precios. Surgirán diferencias entre los ingresos de compra y los de venta independientemente de la fluctuación de un «nivel de precios» general y estas diferencias indicarán si una expansión es deficitaria. La caída del nivel de precios tan solo aceleró esta liquidación.

A medida que caían los precios de sus productos y sus ingresos de venta, aumentó la carga real de deuda de esos nuevos granjeros occidentales. Esto, por supuesto, dio pie al descontento entre los agricultores.

Este descontento aumentó especialmente durante ciertas recesiones del ciclo económico, como la que se produjo en el período de 1873 tras el surgimiento del Grange, la del período de 1884 cuando las Alianzas alcanzaron su punto álgido, o la de los años 90 debido al éxito del Partido Populista. Las reivindicaciones de los agricultores se proyectaron contra los bancos, las compañías de seguros y las asociaciones de hipotecas agrícolas. Consideraban que la clase económica dirigente del Este era su «enemiga».

En efecto, las compañías hipotecarias procedían, principalmente, del Este, donde miles de empresas privadas de préstamos habían evolucionado a fin de recaudar dinero

para préstamos hipotecarios[389]. Estos individuos previeron la caída de precios de forma más certera que muchos agricultores que continuaban endeudándose. Como consecuencia, las explotaciones agrícolas cambiaron de propiedad numerosas veces, de agricultores en quiebra a empresas privadas de préstamo[390]. Además, dado que los granjeros obtuvieron créditos procedentes de la ciudad perdieron su independencia financiera más y más, lo que agravó su descontento[391]. La desmonetización de la plata fue otra intervención estatal que perjudicó a los agricultores. De no haberse dado la desmonetización de la plata, los precios no habrían caído tanto y tampoco habría aumentado tanto la carga real de deuda. El gobierno modificó la base monetaria e institucional de los contratos de deuda. Desde este punto de vista, parece entendible que muchos agricultores consideraran injusta esta situación. Significaba una nueva carga para los deudores.

Tal y como se ha mencionado anteriormente, cabe esperar que los deudores se muestren descontentos durante una deflación imprevista. Al descontento de los agricultores durante la segunda mitad del siglo diecinueve en Estados Unidos se le unió el hecho de que muchos agricultores se endeudaron. Este hecho está relacionado con las circunstancias específicas tras la Guerra Civil con ex soldados carentes de capital probando suerte en el Oeste. Los agricultores del sur no lo estaban haciendo mejor que los del Oeste endeudado debido a la caída en los precios del algodón. Y, a los agricultores del noreste, les complicaba la vida la competencia de las explotaciones del Oeste, ubicadas en un suelo más fértil.

---

389 Ver Shannon (1945, pág. 189). Ver también Ritter (1997, págs. 196–198), para consultar el problema de deuda de las explotaciones agrícolas y las compañías hipotecarias del Este.

390 Ver Shannon (1945, pág. 189).

391 Ver Elliot (1890, págs. 36–52).

Como consecuencia, los agricultores abandonaron sus explotaciones y emigraron a las ciudades[392].

No obstante, la caída de precios no fue la única razón del descontento agrícola durante esos años. Tampoco resultaría acertado responsabilizar enteramente a la deflación de precios del malestar social por parte de los agricultores durante esos años. Por ejemplo, la Grange, una organización educativa y social para agricultores, denunciaba tanto un déficit monetario como tasas ferroviarias elevadas[393]. Los agricultores consideraban las tasas de flete del ferrocarril demasiado elevadas y pensaban que los intermediarios obtendrían demasiados beneficios y que los especuladores tendrían ganancias injustificadas en los intercambios[394]. Otras razones del malestar agrícola…

fueron la emigración a la ciudad de hombres jóvenes y mujeres con talento y la escasa representación política de los agricultores[395]. Davis y North señalan que la sequía que asoló a los Estados Occidentales a finales de los años 80 fue responsable, en parte, de la difícil situación financiera de los agricultores (1971, pág. 123). Además, el poder político de los agricultores se estaba debilitando, pues su número disminuía cada vez más en relación con el de los trabajadores

---

392 Ver Faulkner (1924, pág. 424).
393 Ver Stock (1996, p. 65). De acuerdo a la teoría colectiva de Mancur Olson, resulta más sencillo organizar un grupo cuando se permite que personas ajenas al mismo accedan a servicios como servicios educativos. Por tanto, incluso los grupos grandes pueden organizarse y, como servicio adicional, empezar a ejercer presión sobre los intereses del grupo como un «servicio derivado».
394 Ver Faulkner (1924, pág. 424). Ver también Shannon (1957, págs. 51–52).
395 Ver Unger (1964, págs. 201–202).

industriales[396]. Kendrick estima que el porcentaje de agricultores cayó de un 48.3% en 1869 a un 36.9% en 1899[397].

Las declaraciones de Shannon resumen la situación y los problemas del agricultor:

> A los bajos precios de los cultivos y el ganado y el alto precio de los productos básicos adquiridos se les une la escasez monetaria, la restricción del crédito, los tipos de interés elevados, las pesadas cargas de transporte y las actividades de los intermediarios —en particular los intercambios de producción, las explotaciones de elevación de granos y los envasadores de carne— con el fin de hacer de la agricultura una empresa comercial dudosa y difícilmente una forma de vida[398].

No obstante, la razón, quizás, más importante del malestar de los agricultores consistía en algo más. Los agricultores vieron cómo se desvanecía su importancia a medida que Estados Unidos comenzó a industrializarse. La importancia de la agricultura con respecto a la producción total se redujo de forma considerable durante el período analizado como resultado de enormes cambios estructurales en la economía estadounidense. Mientras que el PIB no agrario (en 1929 precios) aumentó, en la década de 1869–1878, de un promedio de 6,800 millones de dólares a 21,700 millones de dólares de 1892–1896, o en un 219%, el PIB agrario aumentó tan solo de 4,100 millones de dólares a 6,800 millones de dólares, o en un

---

[396] Ver Elliot (1890. págs. 175–186). Shannon (1945, pág. 349) señala que los cambios en la estructura industrial supusieron un reto para la histórica supremacía de la agricultura.

[397] Ver Departamento de Comercio de Estados Unidos, 1975, series 250-261, pág. 240.

[398] Shannon (1957, pág. 50); la disertación de Shannon ha de resumirse en un punto. A saber, también cayeron los precios de los productos básicos de los agricultores. En realidad, tal y como indica el Departamento de Comercio de Estados Unidos (1975), series E 52–63, pág. 201, los precios agrícolas no cayeron más rápido que los precios de otros productos básicos. A este respecto, ver Bernis (1893, pág. 208).

66%[399]. Esto significa que el PIB no agrario aumentó más de tres veces más rápido que el PIB agrario. Los agricultores perdieron riqueza en relación a otros sectores de la población. La vida social adquirió cada vez más riqueza en la ciudad. La parte agrícola de los ingresos nacionales cayó de un 20.5% en la década de 1869–1878 a 17.1% en la década de 1889–1898[400]. La «estimación Martin» indica una caída aún mayor. Esas estimaciones señalan que el porcentaje del ingreso nacional aportado por la agricultura cayó de un 22.2% en 1869 a un 14.2% en 1889[401]. La brecha económica se estaba ampliando[402]. No obstante, parece que los agricultores no experimentaron pérdidas absolutas, sino relativas, a medida que aumentaban la productividad agrícola, el terreno agrícola, el número de explotaciones agrícolas, y el valor de la producción bruta de la explotación agrícola y del producto[403]. Tal y como afirma Edward W. Bemis:

> El hecho, con respecto a otros, del que más se quejaban los agricultores y asalariados era la reducción relativa, que no

---

[399] Departamento de Comercio de Estados Unidos, 1975, series F 125–129, pág. 232.

[400] Departamento de Comercio de Estados Unidos, 1975, series F 216–225, pág. 238. Emerick afirma que la riqueza rural cayó de un 49% en 1860 a un 25% en 1890, mientras que la riqueza urbana aumentó de un 51% a un 75% (1896, pág. 493).

[401] Departamento de Comercio de Estados Unidos, 1975, series F 250–261, pág. 240.

[402] Ver Unger (1964, pág. 202). Shannon afirma que los agricultores observaban una «ausencia de paridad con respecto a otros grupos económicos (1957, pág. 49)».

[403] Ver Rothbard (2002, pág. 166). Shields declara, también, que «los ingresos de la agricultura en términos reales aumentaron a un ritmo relativamente rápido durante esos años de caída de precios y malestar agrícola, aunque no tan rápido como el ingreso de la economía en su conjunto (1977, pág. 219)». Ver, también Emerick (1897, pág. 109) para obtener información sobre el aumento absoluto de la riqueza agrícola.

> absoluta, en la distribución de los ingresos nacionales garantizados. La ciudad crece más rápido que el país. El ingreso de los capitalistas, monopolistas, especuladores, o grandes hombres de negocios crece con más rapidez que el ingreso de los agricultores o asalariados (1893, pág. 193)

Esta pérdida relativa, también desencadenada por el endeudamiento relativamente elevado de los agricultores, potenció el malestar social.

5.1.7 Grupos de interés y «teorías» económicas

Lamentablemente, el cabildeo de los grupos de presión también tuvo efectos secundarios sobre la teoría económica. Como siempre que se producen recesiones deflacionarias o períodos deflacionarios en general, el descontento de aquellos que se vieron perjudicados por una redistribución amplia dio lugar a teorías sobre la deflación. Por tanto, las vivencias de Estados Unidos durante los años 1865 a 1896 dieron lugar a teorías económicas que presentaban la deflación por crecimiento como algo problemático[404]. Los grupos de interés,

---

[404] No obstante, esas teorías no son completamente novedosas. Más bien, se utilizaron teorías antiguas para forjar el argumento que parecía encajar con las percepciones individuales. Se reivindicó la arcaica idea de que la cantidad de dinero podía resultar insuficiente por medio de la popularización de la teoría de la cantidad de dinero. La caída de precios, por tanto, ayudaron de forma indirecta a popularizar esta teoría de la cantidad. Tal y como afirma McClean Hardy: «La Quantitäts-Theorie no es nueva, pero se han combinado muchas circunstancias para aportarle una especial prominencia. En primer lugar, conforma la base de la demanda de la libre acuñación de la plata: no hay plata suficiente en el país para satisfacer las necesidades de las empresas y el comercio; es imposible que un solo metal satisfaga todas las demandas que se le exigen; y, puesto que la prosperidad no puede restaurarse o mantenerse mientras exista una escasez de medios circulantes, la plata ha de remonetizarse, si se desea eliminar los precios bajos y los tiempos difíciles que los mismos

por tanto, se vieron respaldados por economistas que presentaron argumentos contra la caída de precios.

Por ejemplo, el argumento moral de la plata libre como recurso contra los cambios «artificiales» inducidos por la deflación de precios era muy popular en la época. De hecho, los bimetalistas defendían la utilización tanto del oro como de la plata como dinero. Francis A. Walker es uno de los bimetalistas que presentaron un argumento moral a favor de la remonetización de la plata y en contra de la desmonetización artificial de la misma por parte de la intervención estatal. Afirma:

> El objetivo de los bimetalistas, al menos el de los bimetalistas europeos [pie de página omitido], no es tanto el de favorecer a la clase deudora por medio de la disminución del peso de la deuda como impedir el aumento artificial de esas deudas por medio de una disminución de la oferta monetaria debido a la desmonetización de uno de los metales preciosos. (1883, pág. 268)

De hecho, la desmonetización de la plata en 1873, parece ser injusta para los deudores, pues éstos esperaban, probablemente, que las instituciones monetarias estatales permanecieran fijas y que se mantuviera la ratio de 16 a 1 con acuñación libre. Cuando el gobierno desmonetizó la plata, la carga de deuda de estos deudores aumentó de forma repentina, en el sentido de que ya no podían utilizar la plata para pagar sus deudas. La desmonetización modificó los contratos en vigor. Si hubieran esperado una caída del precio de la plata, los deudores habrían tenido derecho a devolver la deuda con plata, y, es posible que ese fuera su plan. Esos deudores no anticiparon con certeza las intervenciones del

---

desencadenan». [Original en cursiva] (1895, págs. 145–146). Es interesante, también, ver el razonamiento indiferenciado que relaciona los precios bajos con los tiempos difíciles tal y como sucede en esta cita, sin tener en cuenta que los diferenciales de precios son un factor relevante para el empresario.

gobierno en asuntos monetarios. Éste supone un ejemplo que demuestra que el gobierno y sus posibles intervenciones hacen de la previsión del futuro algo más difícil.

Existieron otros economistas que desarrollaron teorías que destacaban la necesidad de prevenir una deflación de precios. Así pues, Henry C. Carey le confirió cierta respetabilidad a la filosofía del dinero blando y fundó, así, la llamada Escuela Estadounidense con representantes como E. Peshine Smith, William Elder, Stephen Colwell, y Henry Carey Baird[405]. Carey era muy famoso e influyente. Walter Nugent escribe, de Carey, que probablemente era «el mejor economista político estadounidense del siglo diecinueve» (1967, pág. 61). No solo favoreció aranceles proteccionistas que beneficiaron, supuestamente, a trabajadores, agricultores y fabricantes, sino que también criticó al «prestamista monetario». Se convirtió en el principal defensor de la industria pesada de los Estados Unidos, que estaba fuertemente endeudada y era la principal perjudicada por la caída de precios. Resulta interesante el hecho de que los propios Carey y Colwell eran fabricantes de hierro y promovían su propia causa. Las teorías de Carey fructificaron con el herrero Joseph Wharton, el promotor del ferrocarril Thomas A. Scott, los fabricantes Robert Patterson y William Sellers, así como el editor Henry C. Lea. La popularidad del neomercantilismo de Carey se vio reforzada por la caída de precios y financiada por grupos de interés. Por ejemplo, el presidente de la Asociación del Hierro y el Acero a finales de los años 60, Eber B. Ward, contribuyó económicamente a las publicaciones monetarias de Carey.

La Asociación Industrial Estadounidense *(American Industrial League)*, la Asociación Industrial de Pensilvania *(Pennsylvania Industrial League)*, las publicaciones *Iron Age,*

---

405 Ver Unger (1964, págs. 50–60) o Nugent (1967, págs. 61–63) para obtener información sobre Carey.

editadas por el discípulo de Carey John Williams y el *National American*, que era el periódico de la Asociación Industrial Estadounidense, sirvieron de foro para las doctrinas de Carey. Carey y sus seguidores, naturalmente, se opusieron a la contracción y reanudación del pago en especie. Favorecieron la emisión de billetes verdes y estaban patrocinados por aquellos grupos de interés que experimentarían pérdidas en un período de caída de precios. Carey y sus seguidores eran, incluso, miembros, en parte, de estos grupos de interés.

Otro economista que publicó obras en contra de la deflación de precios fue Benjamin Andrews. Sus obras presentan muchos de los argumentos típicos contra la deflación. Este autor afirma que la deflación da lugar a una redistribución injusta: «el dinero revalorizado supone injusticia en el caso de todas y cada una de estas obligaciones» (1895, pág. 302). Del mismo modo, menciona los problemas para los deudores: «[El] aumento del valor del dinero supone un robo para los deudores» (1895, pág. 302). Además, Andrew presenta el argumento generalizado de que la deflación supondría una desmotivación para la actividad empresarial: «la caída de precios (dinero revalorizado), estableció un motivo especial y positivo para abstenerse de participar en la industria productiva. Este motivo es el impulso de atesorar» (1895, pág. 306). Andrews deseaba mantener como dinero tanto el oro como la plata a fin de prevenir una caída de precios (1895, pág. 321). Dimitió como rector de la Universidad de Brown, en Rhode Island, en 1897, por algo relacionado con esta cuestión, pues la universidad había perdido a sus partidarios del dinero duro. También había sido profesor en la Universidad Cornell, una universidad más abierta a sus opiniones monetarias. La Universidad Cornell tenía un gran departamento de agricultura que, a día de hoy, todavía mucha gente considera como la mejor institución de ciencias relacionadas con la agricultura del mundo. Aparentemente, todo aquel que estuviera abierto a escuchar las preocupaciones de los agricultores era bienvenido en la

Universidad Cornell[406]. De hecho, Andrews escribe sobre la situación de los agricultores hipotecados, que cuentan con el menor capital y se ven perjudicados por la caída de precios: «de ahí el malestar agrario en todo país agrícola y región del mundo que haga uso del oro». (1895, pág. 309)

5.1.8 Conclusión

Hemos explicado que, desde 1865 hasta 1896, se produjo una deflación de precios en los Estados Unidos provocada por el crecimiento económico. Esta deflación de precios no supuso ningún problema para que se diera un rápido crecimiento económico[407]. Al contrario, la deflación de precios se debió,

---

[406] Sucede que, el cofundador de la universidad y entusiasta de la agricultura Ezra Cornell se sumió en el negocio del ferrocarril, lo que le planteó problemas durante el Pánico (y contracción crediticia) de 1873. La postura anti-deflación de la Universidad Cornell se prolongaría. Posteriormente, en los años 30, George F. Warren y Frank A. Pearson, de la Universidad Cornell, criticarían la deflación por medio de la reivindicación de la injusticia que ésta supone, supuestamente, para los agricultores endeudados tradicionalmente a largo plazo (1983, pág. 274, 431). Palyi les denominó «economistas agrícolas» (1972, pág. 281).

En medio de la controversia sobre su postura monetaria durante el verano de 1897, Andrews había aceptado, también, la oferta de John Brisben Walker, editor de la revista Cosmopolitan, para participar en su proyecto «Universidad Cosmopolitan». Este proyecto no llegó a ver la luz. Walker, que era un empresario del automóvil y el ferrocarril y propietario de 1600 acres de terreno (unas 640 hectáreas) en North Denver, simpatizó más con las opiniones monetarias de Andrews. Esto no implica que Andrews viera alterada su opinión monetaria. Pero implica que, naturalmente, se formaron alianzas entre los grupos de interés que se beneficiarían de la inversión de una caída de precios y los economistas que presentaron teorías que parecían respaldar esos intereses.

[407] Una de las falacias monetarias más extendidas es que el crecimiento económico solo es posible si está acompañado de un aumento de la oferta monetaria.

principalmente, al crecimiento económico, y durante el período de los billetes verdes se vio respaldada por los aumentos de la calidad prevista del dinero y la adopción de un patrón oro por parte de algunos países. Además, la deflación fiduciaria de moneda de curso legal evitó el uso de la plata, que habría dado lugar a precios más elevados. Se produjo una deflación de bonos con el fin de allanar el terreno para la reanudación del pago en especie. Se produjeron contracciones crediticias puntuales, es decir, deflaciones del crédito bancario. Estas deflaciones dieron lugar a reducciones temporales de la oferta monetaria. Ni los auges y contracciones ni las inversiones fallidas de este período pudieron frenar el crecimiento económico de forma considerable, pero incitaron el descontento social y el malestar. Este caso histórico también sirve de ejemplo de que la deflación de precios no detiene, necesariamente, el crecimiento económico. El crecimiento económico per se se debió a las innovaciones, al crecimiento demográfico, a los aumentos de la división de conocimiento/trabajo y a la acumulación de capital. A pesar del crecimiento económico existieron grupos de interés que favorecieron la emisión de billetes verdes, la acuñación libre de plata y el bimetalismo a fin de prevenir una caída de precios. Estos individuos eran, mayoritariamente, empresarios endeudados y agricultores. También los mineros de la plata favorecieron, naturalmente, la acuñación libre de plata por medio de la adopción de argumentos anti-deflación. No obstante, el mayor malestar se produjo entre agricultores que, además de sufrir un aumento en su carga real de deuda, vieron cómo se desvanecía su importancia política y económica.

En períodos de deflación de crédito bancario y recesión, el malestar social aumentó debido a la reestructuración necesaria de la economía y a la presión a la baja adicional sobre los precios. Entorno a esas crisis y a los grupos mencionados anteriormente surgieron partidos políticos, periódicos y economistas que elaboraron argumentos y

teorías económicas que defendían la inflación para prevenir la deflación de precios.

5.2 La deflación del crédito bancario alemán de los años 30

5.2.1 Introducción

Una de las deflaciones de precios más abruptas de la historia se produjo durante la Gran Depresión. Fue el caso, en particular, de la Alemania de la época. El caso alemán reviste especial interés debido a la severidad de la deflación de precios en los años 30 y al hecho de que Alemania fue, junto a los Estados Unidos, el país más perjudicado por la Gran Depresión[408]. Analizaré, por tanto, la cuestión de por qué se produjo un deterioro de tal calibre en Alemania. Además, la deflación alemana supone un buen ejemplo de deflación de crédito bancario, pues la razón principal de la caída de precios fue esta deflación de crédito bancario.

Del mismo modo, analizaré la cuestión de si la deflación del crédito bancario o la deflación de precios influyeron, de algún modo, en la severidad de la Gran Depresión en Alemania. A menudo se mantiene que la deflación del crédito bancario y las políticas deflacionarios del canciller Heinrich Brünings aumentaron la severidad de la Gran Depresión. No obstante, el análisis teórico demuestra que esta hipótesis no es necesariamente verdad. Es posible que la deflación provocara cambios severos en la propiedad, pero no alteró ni la producción ni el ajuste de la estructura de la producción. Por tanto, analizaré las razones que hicieron que la depresión fuese tan severa. No es de extrañar que, tras nuestro análisis

[408] Ver Born (1967, pág. 34).

de las consecuencias de una deflación de precios, existiese una oposición a la caída de precios por parte de intereses especiales que abogaban por una deflación.

Procederé tal y como se detalla a continuación: para que se produzca una deflación del crédito bancario, debe producirse primero una inflación del crédito bancario. Empezaré analizando la inflación del crédito bancario de los años 20. Posteriormente, explicaré qué estimuló la deflación del crédito bancario y cómo se profundizó la crisis. Tras ello, examinaré las razones de la gravedad de la depresión. Una vez hecho esto, analizaré el papel que desempeñó la deflación durante la depresión. Por último, presentaré la oposición a la deflación y los grupos de interés que abogan por la inflación.

5.2.2 *Inflación del crédito bancario*

5.2.2.1 Desde el tratado de Versalles hasta el plan Dawes

La importancia del tratado de Versalles

El tratado de Versalles se firmó en mayo de 1919[409]. Su importancia para la depresión de los años 30 no radica tanto en las reparaciones estipuladas sino, más bien, en las implicaciones psicológicas y políticas. Alemania fue declarada culpable de la Primera Guerra Mundial. Este país perdió un 10% de su población y un 13% de su territorio. Amén de otras restricciones militares, el ejército alemán no podía contar con mas 100,000 soldados en sus filas. Alemania debía pagar reparaciones monetarias y físicas en forma de animales, barcos o automóviles. Las reparaciones supusieron un chivo

---

[409] Ver Aldcroft (1978, págs. 36–37) y Bartsch and Eismann (2005, págs. 11–12) para obtener información sobre el tratado de Versalles.

expiatorio fácil para los políticos alemanes, que las utilizaron como justificación para actuar de forma imprudente[410]. Si algo salía mal, siempre podrían decir que la culpa era de las reparaciones.

La estructura del crédito internacional tras la Primera Guerra Mundial

La estructura problemática del crédito internacional puede remontarse a sus desastrosos orígenes, en la Primera Guerra Mundial. A fin de ganar la guerra, los gobiernos de los países beligerantes se endeudaron, con la intención de devolver los préstamos con las reparaciones de los países derrotados. No obstante, la guerra duró más y fue más destructiva de lo que se pensaba al principio. Durante la guerra, Estados Unidos se convirtió en la máquina productiva de Europa. Proporcionó bienes, máquinas, armas y comida a Europa. Europa los adquirió a cambio de crédito. Las políticas monetarias de expansión por parte de la Reserva federal, que permitieron vender bonos europeos en Estados Unidos, facilitaron este procedimiento.

Tras la guerra, la estructura de producción tuvo que adaptarse a las demandas del período de paz. Además, se evidenció que, debido a la expansión crediticia y a la facilidad de crédito de la Reserva Federal, muchas industrias estadounidenses y agricultores habían invertido sus escasos recursos de forma errónea. Por tanto, sus negocios debían liquidarse. Obviamente, existían muchos intereses contrarios a este proceso que abogaron por una inflación monetaria a fin de «suavizar» este ajuste.

---

[410] Borchardt (1979, pág. 121), pie de página 43, señala que mucha gente creía que las reparaciones eran la causa de la depresión. Por tanto, no se veían las causas reales.

Europa también tuvo que adaptar su estructura de producción a las condiciones del período de paz. No obstante, cuando el gobierno estadounidense dejó de conceder préstamos a los aliados en marzo de 1919, aparecieron los acreedores privados. Los exportadores estadounidenses, que dependían totalmente de la demanda europea, empezaron a vender a crédito[411]. De nuevo, esto fue posible gracias a la expansión crediticia de la Reserva Federal. La Reserva Federal rebajó los créditos por debajo de su tipo de interés en el mercado, lo que proporcionó reservas adicionales a los bancos comerciales, que las utilizaron para expandir sus créditos a los exportadores. Estos exportadores utilizaron el crédito para vender sus exportaciones a crédito a Europa.

El desarrollo en Estados Unidos

Tal y como se ha descrito anteriormente, se mantuvo la estructura del crédito internacional de la guerra. Estados Unidos producía y vendía bienes a crédito a Europa con la esperanza de que algún día se le pagara por ellos. Por ende, se mantuvo un nivel de vida artificialmente elevado en Europa, el cual, finalmente, dificultó la devolución de los préstamos[412]. La estructura del crédito subyacente era, naturalmente, muy frágil y colapsó durante la recesión de 1920–1921. Estados Unidos empezó a perder sus reservas de oro, pues lo estaba utilizando para pagar sus crecientes importaciones. Esto indujo una contracción crediticia y tipos de interés más elevados. Ya no era rentable para los exportadores vender a crédito en Europa[413]. La demanda europea colapsó. Muchos proyectos se liquidaron

---

[411] Ver Anderson (1979, págs. 61–69).
[412] Ver Rallo (2006, pág. 11).
[413] Ver Rallo (2006, pág. 12).

y se invirtieron los recursos en otras industrias. Comenzó la adaptación de la estructura de producción.

No obstante, la Reserva Federal se embarcó en una nueva expansión crediticia en 1922 con su primera operación de mercado abierto[414]. El tipo de interés artificialmente bajo dio lugar a inversiones fallidas en el propio país. La idea era ayudar a los empresarios a financiar proyectos de inversión. La expansión crediticia también permitió a los europeos comprar productos estadounidenses con crédito y, por ende, mantener precios artificialmente elevados.

Otro incidente importante surgido durante estos años es la introducción del Arancel Fordney-McCumber en Estados Unidos. Debido al Arancel Fordney-McCumber, impuesto en septiembre de 1922, los europeos experimentaron dificultades a la hora de exportar a Estados Unidos y conseguir dólares para pagar sus importaciones y liquidar sus deudas. La solución fue la expansión crediticia estadounidense para financiar las importaciones y la liquidación de deudas por medio de un mayor número de créditos. Tal y como explica Anderson:

> Nuestros aranceles no habrían permitido a los europeos ganar dólares aquí en cantidades propicias para adquirir nuestros productos agrícolas y responder sobre deudas pasadas, ¡Por lo que procedimos a prestarles los dólares que necesitaban para estos menesteres! No obstante, no consideramos la cuestión de cómo devolverían las sumas que les estábamos prestando si no podían vender bienes aquí. (1979, pág. 128)

La hiperinflación alemana

Tras la Primera Guerra Mundial, con la suspensión de los pagos en oro todavía en vigor, el gobierno alemán emprendió

---

[414] Ver Anderson (1979, págs. 144–150) para obtener información acerca del alcance de la expansión crediticia estadounidense de 1922–1928.

grandes gastos en atención sanitaria, educación, etc.[415]. Se promulgó la jornada laboral de 8 horas y se concedieron privilegios a los sindicatos. Al mismo tiempo, los gastos de desmovilización, las reparaciones y los déficits de las industrias nacionalizadas ejercieron una gran presión sobre el Tesoro. Los ingresos tributarios seguían cayendo. Los gastos estatales se financiaban a través del Banco Central Alemán, el Reichsbank, por medio de la impresión de billetes para el gobierno. El resultado fue la famosa hiperinflación alemana que alcanzó su punto álgido en 1923. En 1923, la ocupación belga y francesa del área industrial alemana Ruhr como respuesta a los retrasos en los pagos de las reparaciones ejerció todavía más presión sobre el Tesoro. Alemania se enfrentaba a un colapso total y solicitó la renegociación de las reparaciones exigidas.

5.2.2.2 El plan Dawes

Llegado este punto, la comisión Dawes buscó formas de estabilizar la divisa, así como el presupuesto alemán. Así pues, lanzó el plan Dawes, que trataba de adaptar las reparaciones a un nivel razonable y asequible[416]. Obviamente, los aliados tenían grandes intereses en que el plan funcionara. Francia y Gran Bretaña tenían intereses particulares en que Alemania pudiera pagar las reparaciones. Francia debía estabilizar su propio presupuesto. Si Alemania pagaba la reparación, Francia podría pagar su deuda bélica con Gran Bretaña y Gran Bretaña su deuda bélica con Estados Unidos.

---

[415] Para consultar observaciones sobre la hiperinflación alemana, ver Bresciani-Turroni (2007) o Ferguson (2010).

[416] Con respecto al plan Dawes, ver Anderson (1979, págs. 115–121); Stucken (1953, págs. 61–76) y Palyi (1972, págs. 160–169). Ver, en general, Ahamed (2009) sobre la historia monetaria de la Alemania de la postguerra.

El plan Dawes contaba con cinco puntos básicos. En primer lugar, se estabilizó la Reichsmark de forma definitiva a la paridad que tenía antes de la guerra (RM 4.20= $1). Esto fue posible porque Francia redujo sus reivindicaciones con respecto a las reparaciones, que habían amenazado la estabilidad monetaria alemana.

En segundo lugar, el Reichsbank se independizó del gobierno a fin de prevenir una financiación del déficit estatal a través del banco central. El Reichsbank recibió un consejo de control con representantes de las fuerzas aliadas. Todos los billetes en circulación debían estar cubiertos en un 40% con oro o con divisas intercambiables por oro[417]. La posibilidad de que el banco central concediera créditos al gobierno se limitó de forma estricta.

En tercer lugar, la cuestión de las reparaciones se resolvió nuevamente. Estas reparaciones debían pagarse en efectivo y la suma ascendió de 60 millones de dólares a 250 millones de dólares. El plan Dawes nunca estableció un plazo para estas reparaciones. Este plan también recogía una «cláusula de bienestar». Si aumentaba la solvencia de Alemania, también aumentarían las reparaciones.

En cuarto lugar, se nombró a un agente general de reparaciones. Este agente supervisaba los pagos y podía apelar a la denominada «cláusula de transferencia». La cláusula de transferencia establecía la suspensión de pagos si los pagos de las reparaciones ponían en peligro la divisa alemana.

Por último, se concedió un préstamo sustancial de 110 millones de dólares para facilitar el pago de las reparaciones, el

---

[417] Estados Unidos deseaba que la divisa alemana estuviese respaldada un 100% con oro. No obstante, los británicos, franceses e italianos no deseaban que Alemania contara con un patrón oro 100% mientras su propia reanudación siguiera paralizada. Además, Gran Bretaña deseaba que el patrón de intercambio de oro estuviera basado en libras esterlinas. Ver Rallo (2006, pág. 14).

llamado préstamo Dawes. Se garantizaron los bonos en divisas extranjeras y se vendieron en el extranjero, mayormente en Estados Unidos. Además, los tipos de interés elevados estimularon un gran número de pequeños préstamos a corto plazo[418]. Esto fue lo que ocurrió durante los 5 años posteriores: se utilizaron préstamos extranjeros para financiar los pagos alemanes de reparaciones.

La medida del plan Dawes tenía por objetivo devolver la confianza en la capacidad de Alemania de pagar las reparaciones y estabilizar su divisa. De este modo, el capital extranjero debería volver a Alemania. Alemania debía integrarse nuevamente en la sociedad occidental. La aceptación del plan también acabó con la ocupación del Ruhr.

5.2.2.3 Desde el plan Dawes hasta el plan Young

Desde la gran inflación hasta el viernes negro alemán

Tras la gran inflación, Alemania tan solo contaba con fabricantes que habían expandido su producción de forma excesiva y cuyas inversiones erróneas debían liquidarse. El influjo de crédito nuevo desde el extranjero ayudó a mantener estas inversiones fallidas durante un tiempo. Mientras se renovaran los créditos, la adaptación de la estructura productiva podría detenerse o, al menos, ralentizarse. Naturalmente, el Reichsbank no intentó detener este influjo de capital, pues ciertos grupos importantes de presión, como la Asociación Federal de la Industria Alemana, los sindicatos y la Asociación Agraria Alemana dependían o eran favorables a este influjo[419].

---

[418] Ver Rallo (2006, pág. 28).
[419] Ver Palyi (1972, pág. 177).

Tras el auge del Dawes de 1924/1925, se produjo una breve recesión en Alemania en 1926. Muchas empresas marginales cayeron en quiebra y sus recursos quedaron disponibles para proyectos de inversión más rentables. Tras la recesión, la economía mundial prosperó desde 1927 hasta 1929. No obstante, Alemania se quedó atrás debido al aumento de los salarios de los sindicatos[420].

En Alemania, al igual que en Estados Unidos, la expansión crediticia había financiado un auge del mercado de valores. No obstante, durante el «viernes negro» del 13 de mayo de 1927 el mercado de valores colapsó. La razón principal fue que el Reichsbank había impuesto un margen de solvencia obligatorio del 25% sobre los préstamos garantizados antiguos y los nuevos. Otra posible razón fue, tal y como indica Ritschl, que la expansión crediticia insostenible preocupó a los inversores y dio lugar a la venta de valores (2002, pág. 13). El impulso para el estallido de la Gran Depresión, por ende, se habría originado en Alemania. Debido a la caída del mercado de valores, la industria alemana empezó a financiarse en el extranjero[421].

La balanza alemana de pagos

Desde la puesta en marcha del plan Dawes en 1924 hasta el año 1929, la balanza alemana de pagos se sustentaba con créditos procedentes de Occidente, especialmente de Estados Unidos. Las importaciones netas de capital alemán, estimadas por estadísticas oficiales de la *Untersuchung des Bankwesens* en 4,420 millones de dólares, eran suficientes para pagar las reparaciones de menos de 2,000 millones de dólares y el déficit comercial, amén de aumentar sus reservas de oro del Reichsbank en 550 millones de dólares[422].

---

420 Ver Schumpeter (1929, pág. 849).
421 Ver Stucken (1953, pág. 75) y Palyi 1972, pág. 174.
422 Ver Palyi (1972, pág. 162).

Tal y como pretendía, el plan Dawes había devuelto la confianza en el futuro de Alemania y dio a lugar a un influjo de capital desde el extranjero hasta Europa. De hecho, Alemania importaba de forma constante más capital del que pagaba en forma de reparaciones. Como consecuencia de las deudas más elevadas, los intereses sobre préstamos extranjeros aumentaron de forma continua, tal y como puede apreciarse en la tabla 5.1

El papel de la expansión crediticia de la Reserva Federal para Alemania

La Reserva Federal asumió el papel del banco central más importante, acumulando dos quintas partes de la reserva de oro mundial[423]. Modificó sus políticas en los años 20. Tal y como señala Benjamin Anderson:

> El Sistema de la Reserva Federal se desarrolló para financiar una crisis, así como necesidades estacionales de embolsar efectivo. No se creó con el objeto de financiar un auge general y menos aún de financiar un auge del mercado de valores. Pero desde principios de 1924 hasta la primavera de 1928 se utilizó para financiar un auge general y un auge del mercado de valores. (1979, págs. 146–147).

Para observar la expansión crediticia de la Reserva Federal, ver la tabla 5.2.

Además de la especulación y las inversiones erróneas en el propio país, la expansión monetaria de la Reserva Federal también financió este tipo de inversiones en el extranjero, incluida Alemania. Las importaciones alemanas, el estado de bienestar y las reparaciones se financiaban con préstamos extranjeros[424].

---

423 Ver Palyi (1972, págs. 46–47).

424 No importaba si eran préstamos estatales o préstamos de bancos comerciales. Al fin y al cabo, los préstamos estatales también se financiaban a través del sistema bancario expansionista.

Tabla 5.1 Balanza de pagos de Alemania 1924–1932

Año	Exportaciones	Importaciones	Balance	Reparaciones	Otros servicios	Saldo actual total	Flujo de capital neto, dentro (+) o fuera (-)	Flujo de oro e int. extranj. dentro (-) o fuera (+) de las reservas bancarias
1924	7,816	9,664	-1,848	-281	+269	-1,701	+2,913	-1,212
1925	9,572	11,934	-2,362	-1,057	+421	-3,004	+3,240	-236
1926	10.700	9,883	+817	-1,191	+449	-98	+679	-581
1927	11,126	14,016	-2.890	-1,584	+566	-4,253	+4,777	-524
1928	12,644	13,868	-1,224	-1,999	+676	-3,110	+3,172	-62
1929	13.655	13,624	+31	-2,501	+871	-2,399	+2,307	+91
1930	12,192	10,548	+1,664	-1,694	+521	-529	+494	+35
1931	9,637	6,779	+2,858	-988	+445	+1,115	-2,722	+1,607
1932	5,778	4,724	+1,054	-160	+258	+252	-489	+237

En millones de Reichsmarks. Fuente: Sociedad de las Naciones*, International Currency Experience* (Princeton 1944, p.103) tal y como aparece citado en Palyi (1972, p.165)

Fecha	Total de depósitos ajustados y divisa ajena a los bancos (en millones de dólares)
30 de junio de 1921	37,790
30 de junio de 1922	39,000
30 de junio de 1923	42,750
31 de diciembre de 1923	43,500
30 de junio de 1924	44,510
31 de diciembre de 1924	47,080
30 de junio de 1925	48,320
31 de diciembre de 1925	50,300
30 de junio de 1926	50,570
31 de diciembre de 1926	51,120
30 de junio de 1927	52,230
31 de diciembre de 1927	54,080
30 de junio de 1928	54,680
31 de diciembre de 1928	55,640
30 de junio de 1929	55,170

Tabla 5.2 Oferta monetaria de Estados Unidos, 1921–1929. Fuente: Rothbard (2000, pág. 92).

Tal y como señala Anderson:

> Esta colosal expansión del crédito bancario, amén de las fuentes ordinarias de capital, creó la ilusión de capital ilimitado y facilitó que nuestros mercados absorbieran enormes cantidades de valores extranjeros, además de un volumen aumentado considerablemente de valores estadounidenses. La combinación del plan Dawes, que restauró la confianza en la calidad del crédito europeo, y la política de dinero rebajado de los bancos de Reserva Federal, que creó una vasta cantidad de fondos disponibles, nos permitió adquirir en 1924 aproximadamente mil millones de valores extranjeros (devolución excluida). [Original en cursiva] (1979, pág. 128).

Las inversiones erróneas llevadas a cabo por ciertos municipios y estados alemanes preocupaban al presidente del Reichsbank, Hjalmar Schacht, quien «se personó en Nueva York para urgir a la comunidad bancaria estadounidense a que se abstuviese de conceder más préstamos municipales y

estatales a Alemania. Schacht hizo un enorme esfuerzo en ese momento, y en los años posteriores, para restringir los empréstitos de Alemania de países extranjeros» (Anderson 1979, pág. 161).[425] El reto era afrontar la liquidez excesiva y los tipos de interés artificialmente bajos que había provocado la expansión crediticia de la Reserva Federal.

> No obstante, debido al impacto de la gigantesca avalancha de dinero creado por la política del Sistema de Reserva Federal en 1924, el dinero abundaba en Nueva York y aumentaba la ilusión de tener un capital ilimitado. El mercado de bonos de alto rendimiento de Estados Unidos parecía insaciable, y los banqueros estadounidenses de inversión trataban de abastecer el mercado. A finales de 1925, los representantes de catorce sociedades de inversiones distintas acudieron a Alemania para pedir préstamos a municipios y estados alemanes. (Anderson 1979, pág. 161)

A pesar de los esfuerzos de Schacht, los estados y municipios alemanes aumentaron enormemente sus inversiones públicas, de 458 millones de RM en 1924 a 1,426 millones de RM en 1928.[426] Para los políticos alemanes, financiar el estado de bienestar con estos préstamos suponía una tentación irresistible. Invertir en Alemania también parecía ser una idea atrayente para los inversores extranjeros. Debido a la expansión crediticia estadounidense, los tipos de interés a largo plazo eran más bajos en Estados Unidos que los tipos de interés a corto plazo en Alemania. Por tanto, resultaba una idea atrayente obtener créditos a largo plazo en Estados Unidos e invertir en créditos a corto plazo en Alemania.[427]

Cabe destacar que las empresas industriales alemanas también obtenían financiación de los préstamos de Wall

---

[425] Ver también Stucken (1953, pág. 70).
[426] Ver Keiser y Benning (1931, pág. 154).
[427] Ver Born (1967, pág. 19).

Street. La expansión del crédito estadounidense se propagó por el extranjero y distorsionó la estructura productiva de Alemania o colaboró a que se mantuvieran las distorsiones ya existentes. En 1924, por ejemplo, se emitió en Estados unidos el préstamo Stinnes, un bono de 20 millones de dólares. Este bono rescató al conglomerado industrial Stinnes, construido durante la hiperinflación alemana por Hugo Stinnes,[428] tras haberse ampliado éste de forma excesiva. El crédito estadounidense podía evitar que se produjeran la liquidación y reorganización necesarias.

Durante el transcurso de este proceso, el sistema financiero estadounidense se tornó más dependiente que nunca de la solvencia de Alemania. Estados Unidos tenía una estructura crediticia ampliada, que solo se vería amenazada por las dificultades de Alemania para mantenerse solvente. De hecho, estas dificultades relativas a la solvencia de Alemania causarían problemas a los créditos bancarios estadounidenses. Así pues, la Reserva Federal concedió más créditos a Alemania. El influjo incesante de oro e intercambios de divisas financió proyectos públicos e industriales, muchos de los cuales resultaron ser inversiones fallidas insostenibles a largo plazo.

La expansión crediticia en Alemania

Las empresas industriales alemanas y municipios no fueron los únicos en pedir préstamos a corto plazo procedentes del extranjero. Los bancos alemanes también lo hicieron. Así pues, de forma paralela a la expansión crediticia estadounidense, surgió otro problema, a saber, la expansión crediticia de los bancos alemanes que se habían ampliado a

[428] Ver Palyi (1972, págs. 206–207).

partir de los préstamos a corto plazo de oro y de los intercambios de oro que habían solicitado. En otras palabras, estaban acumulando créditos a partir de esos préstamos: era una expansión crediticia basada en el préstamo de oro a corto plazo. Como consecuencia de su expansión crediticia se volvieron muy ilíquidos. La ratio de efectivo-depósito cayó en 1930 al 1.7%, a pesar de haber estado en el 7.4% en 1913.[429] Las empresas alemanas recibieron enormes cantidades de créditos, lo que dio lugar a una insuficiencia de capital.

El gráfico 5.7 muestra las deudas del Reichsbank y de los bancos alemanes a los extranjeros en millones de RM.[430]

En tan solo 4 años, desde 1925 hasta 1929, los pasivos aumentaron más de siete veces, lo que supone un aumento considerable.

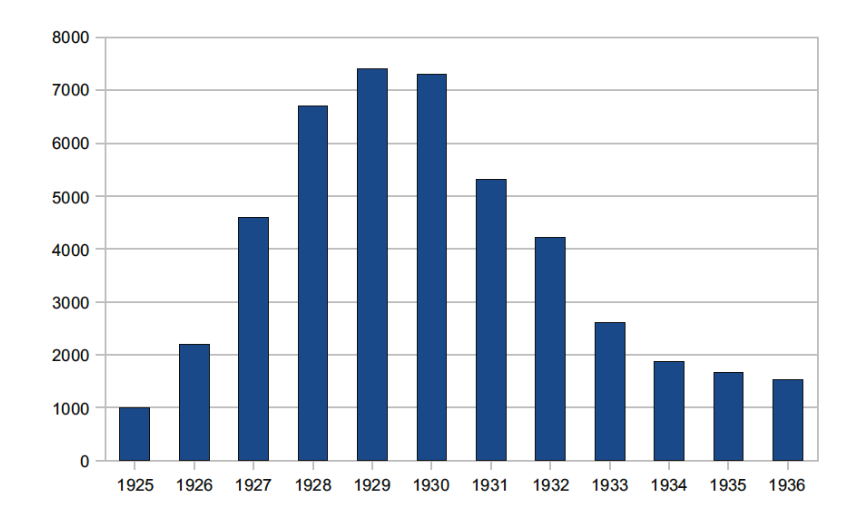


Gráfico 5.7 Pasivos de los bancos alemanes a los extranjeros

[429] Ver Palyi (1972, pág. 229).
[430] Fuente: Deutsche Bundesbank (1976, pág. 4).

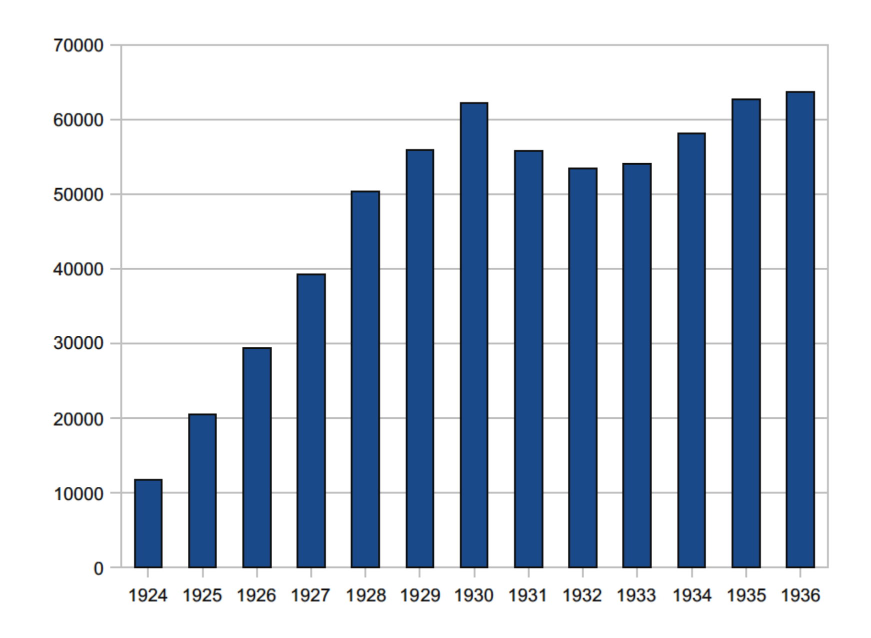


Gráfico 5.8 Préstamos de las instituciones alemanas de crédito, 1924–1936

La expansión crediticia de los bancos alemanes fue espectacular, tal y como puede apreciarse en el gráfico 5.8. Este gráfico muestra los préstamos solicitados por las instituciones de crédito en millones de RM.[431]

También puede apreciarse un gran aumento de la oferta monetaria alemana desde 1924 hasta 1928. Ésta aumentó de forma anual entre un 7.4 y un 23.6%, tal y como puede apreciarse en la tabla 5.3.

---

431 Fuente: Deutsche Bundesbank (1976, pág. 4).

Tabla 5.3 Oferta monetaria alemana, 1924–1928

Año	Oferta monetaria alemana (millones)
1924	5,715
1925	7,061
1926	8,403
1927	9,027
1928	10,544
1929	10,893
1930	10,539
1931	10,007
1932	8,652

Aquí, la oferta monetaria resulta de la suma de la divisa en circulación más los depósitos (bancarios) a corto plazo (depósitos a la vista y depósitos a plazo a cargo de los cinco bancos más importantes de Berlín en un plazo de siete días). Fuente: Sociedad de las Naciones, *Anuarios estadísticos,* 1931–1932, 1935–1936 (Génova, 1932, 1936); Sociedad de las Naciones, *Bancos comerciales,* 1925–1933 (Génova, 1934) tal y como aparece citado en Palyi (1972, pág. 176).

El influjo de capital extranjero y la expansión crediticia ayudaron a mantener elevados los precios en Alemania. En particular, los salarios, respaldados por la elevada liquidez y por los sindicatos, aumentaron de forma considerable. Esto, a su vez, redujo las exportaciones y estimuló las importaciones. Por tanto, resultó imposible alcanzar el excedente de exportaciones que habría sido necesario para devolver de forma efectiva los préstamos extranjeros. En su lugar, el excedente de importaciones seguiría prolongándose y obteniendo financiación mientras los préstamos extranjeros, que constituían la base para que se diera una expansión del crédito interno, siguieran llegando a Alemania.

No obstante, se vislumbraba un problema en el horizonte. Cuando los bancos estadounidenses y bancos extranjeros en general empezaran a temer que estos préstamos no iban a liquidarse y, por tanto, que se iban a contraer los créditos, detendrían el flujo de capital. O peor, los créditos abandonarían Alemania. Dado que Alemania contaba con un patrón oro, el Reichsbank no podía crear la liquidez necesaria

para rescatar a las empresas y a las autoridades estatales endeudadas en divisas extranjeras. Tan solo los bancos centrales extranjeros, como la Reserva Federal, podían proporcionar el intercambio de divisas para rescatar a las empresas y bancos alemanes. Así pues, cuando la Reserva Federal limitó los créditos, se volvió necesario aplicar políticas deflacionarias altamente impopulares y políticamente arriesgadas con el fin de satisfacer la deuda internacional y la carga de intereses. Posteriormente, hubo que liquidar las inversiones fallidas. Las inversiones fallidas en la estructura productiva de Alemania y las inversiones erróneas de los municipios ya no podían mantenerse.

La situación de las deudas extranjeras de Alemania en 1929

Retomemos la cuestión de la deuda bélica. Cuando acabó la guerra, Francia y Gran Bretaña se encontraban en deuda con Estados Unidos. Alemania debía pagar reparaciones a Francia y Gran Bretaña tal y como estipulaban los tratados de paz. A fin de pagar las reparaciones, Alemania habría tenido que exportar más de lo que importaba o pagar con los ahorros de los ciudadanos, es decir, reducir su nivel de vida. El gobierno alemán se negaba a reducir el nivel de vida de sus ciudadanos. En realidad, las importaciones superaban las exportaciones. El gobierno y las autoridades locales se endeudaron también en Estados Unidos a fin de pagar tanto las reparaciones como el excedente de importaciones. Por tanto, el flujo de crédito internacional se desarrolló de la siguiente forma: Alemania solicitó préstamos en Estados Unidos, que fueron posibles por la expansión crediticia de la Reserva Federal, a fin de pagar las reparaciones a Francia y Gran Bretaña. Con estos fondos, Francia y Gran Bretaña liquidaron sus deudas con Estados Unidos. Por tanto, Estados Unidos estaba financiando, de forma indirecta, su propia devolución de crédito. Obviamente, esto no se sostendría

permanentemente. En algún momento Alemania tendría que pagar sus préstamos a Estados Unidos. No obstante, las deudas de Alemania siguieron aumentando y el país se convirtió en el mayor deudor del mundo. En 1931, sus pasivos netos a extranjeros alcanzaron los 4,100 millones de dólares.[432]

El problema principal con respecto a las deudas era que, una gran parte de estos préstamos, no se había invertido en instalaciones de producción, que habrían podido producir los bienes y aumentar los beneficios necesarios para liquidar las deudas. En su lugar, estos fondos se utilizaron para otros fines. Se utilizaron para pagar déficits públicos, ya fueran municipales, estatales o federales. Se utilizaron para ampliar el estado de bienestar e impulsar los gastos públicos. Construyeron estadios deportivos, parques y otras estructuras recreativas. El uso de préstamos para pagar las reparaciones tampoco fue una inversión productiva. Los fondos también mantuvieron proyectos empresariales no rentables ampliados de forma excesiva y contribuyeron a financiar salarios más elevados y beneficios sociales. En lugar de reducir el consumo y aumentar los ahorros para financiar inversiones, se utilizaron créditos extranjeros.[433] Véase la tabla 5.4 sobre el aumento de la inversión alemana desde 1924 hasta 1928.

Dado que la concesión de créditos extranjeros fue posible, principalmente, gracias a la expansión crediticia del Sistema de la Reserva Federal y que esta concesión, por tanto, no estaba respaldada por ahorros reales, nos encontramos ante un ejemplo de auge artificial, tal y como se describe en la teoría austríaca del ciclo económico. La estructura alemana de producción se vio gravemente distorsionada y los créditos estadounidenses impidieron que se produjera la liquidación necesaria. La industria de bienes de capital aumentó con

---

432 Ver Palyi (1972, pág. 200).
433 Ver Stucken (1953, pág. 76).

respecto a la industria de bienes de consumo.[434] Al mismo tiempo, el capital alemán se estaba consumiendo, pues la industria alemana no era competitiva debido a los salarios exorbitantes. La capacidad productiva de Alemania mermó, mientras sus deudas seguían aumentando. Por ende, se dificultó aún más devolver los préstamos.

Surgieron los primeros problemas cuando se retiraron los créditos estadounidenses a corto plazo de Alemania a fin de reinvertirlos en el mercado bursátil de Estados Unidos, que se encontraba en pleno auge y tenía un mayor rendimiento[435]. Los problemas aumentaron cuando, en 1929, la Reserva Federal restringió el crédito y aumentaron los tipos estadounidenses de interés.[436] Esto hizo más atrayente la inversión en Estados Unidos. Tras el colapso del mercado bursátil de Estados Unidos se retiró todavía más crédito con el fin de garantizar la liquidez estadounidense. Las exportaciones de capital estadounidense se detuvieron.

Tabla 5.4 Inversión alemana, 1924–1928

Año	Inversiones en millones de RM
1924	2,701
1925	4,552
1926	5,156
1927	7,168
1928	7.273

Fuente: Keiser y Benning (1931, pág. 17).

[434] Ver Aldcroft (1978, pág. 240).
[435] Ver Nussbaum (1978, págs. 270–271).
[436] Ver Anderson (1979, pág. 205).

5.2.2.4 El Plan Young

En 1928, y estando próxima la expiración del período de cinco años estipulado por el Plan Dawes, se evidenció que el plan de reparaciones, que se encontraba en aumento, supondría graves dificultades para el gobierno alemán. La reparación «ilimitada», provocó reticencias en la población alemana. Tal y como se ha mencionado anteriormente, el influjo fácil de crédito estadounidense comenzó a restringirse. El gobierno alemán abogó por la renegociación de la cuestión de las reparaciones al solicitar la aplicación de la cláusula de transferencia. El Plan Young, elaborado en verano de 1929, establecía las características de estas reparaciones.[437] El importe que debía pagarse para los años 1930/1931 ascendía a 1,600 millones de marcos de oro, una suma que aumentaría a 2,300 millones en 1965/1966. La finalización de las reparaciones se produciría en 1988. Se abolió la cláusula de bienestar, en perjuicio de los intereses de Francia. El gobierno alemán también estaba insatisfecho, pues la cláusula de transferencia no recogía las partes «incondicionales» de las reparaciones ni los préstamos Dawes y Young.[438] La nueva cláusula de transferencia, sometida a limitaciones, disminuyó la confianza de los acreedores alemanes. Cuando el presidente del Reichsbank, Schacht, pareció poner en riesgo el éxito de la conferencia del Plan Young debido a sus reticencias a firmar el acuerdo para la puesta en marcha del plan, se empezó a gestar una retirada masiva de la divisa alemana, una retirada que finalizó cuando decidió firmarlo. El Préstamo Young proporcionó a Reichsbank alrededor de 300 millones de dólares[439]. Se recuperó la confianza por última vez y los acreedores internacionales se tranquilizaron.

---

[437] Ver Bartsch and Eismann (2005, pág. 14).
[438] Ver Palyi (1972, pág. 166).
[439] Ver Palyi (1972, pág. 167).

5.2.3 Deflación de crédito bancario

5.2.3.1 La situación en 1930

Cuando comenzó la crisis, Alemania ya se encontraba en una situación muy problemática. El mercado bursátil había estado experimentado caídas desde abril de 1927, la economía se contrajo ligeramente en 1929[440] y el desempleo era constantemente elevado. No obstante, el problema más importante era la estructura insostenible de crédito de la economía alemana. El gobierno alemán no quería que sus conciudadanos hicieran sacrificios para pagar las reparaciones. En vez de reducir el gasto, el gobierno alemán promovió un estado de bienestar para conseguir votos. Las importaciones superaban las exportaciones. Los créditos a corto plazo se utilizaron para financiar las importaciones, los gastos estatales, las reparaciones y a empresas públicas que prácticamente fulminaban el dinero. Además, en base a este capital extranjero, los bancos habían ampliado los créditos para financiar proyectos de inversión a largo plazo. En este caso, una vez que se retirara el capital extranjero, la totalidad de la estructura crediticia se derrumbaría.

En 1930, se evidenció cada vez más que las empresas alemanas debían experimentar un proceso de liquidación. Para 1929, las existencias, en constante aumento, contaban con un colosal superávit en relación a las ratios entre existencias y ventas. Los precios empezaron a caer. Los precios habrían caído antes de no ser por la acumulación de existencias excesivas desencadenada por las prácticas seguidas en materia de crédito. En otras palabras, los

---

[440] Ver Deutsche Bundesbank (1976, pág. 7).

bancos financiaron las existencias excesivas a través de préstamos «de cuenta corriente».[441]

El sector agrícola se encontraba en condiciones especialmente difíciles. Durante los años 20 se había producido una rápida expansión de sus capacidades productivas. La especulación de mercancías, también financiada con la expansión crediticia, hizo que los precios se mantuvieran elevados. El aumento de la producción de mercancías se evidenció en 1928, cuando los precios comenzaron a caer. Para mediados de 1929, el índice de precios de nueve productos básicos (1923–1925¼100) había caído por debajo de 80. Los precios del trigo cayeron en un 12.9% desde 1929 hasta 1930.[442] Los agricultores reaccionaron a esta caída de precios y a la disminución de la demanda con un aumento de la producción a fin de hacer frente a los pagos hipotecarios, lo que ejerció una mayor presión a la baja sobre los precios. Los Junkers, la aristocracia prusiana que poseía tierras, habían acumulado una deuda colosal en materia agrícola. Las *Osthilfe,* que eran subvenciones concedidas a los Junkers, evitaron que la producción se ajustara a la caída de precios.[443]

La situación del sector de las exportaciones no era mejor. Los exportadores se vieron afectados por el inicio de la depresión estadounidense tras la caída del mercado de valores. Este fue el caso, especialmente, de los exportadores de bienes de capital, los cuales constituían los mayores beneficiarios del auge estadounidense financiado por el crédito.[444]

Debido a las consecuencias de la expansión crediticia, la situación del sistema bancario se volvió alarmante. Éste era

---

441 Ver Palyi (1972, pág. 219).
442 Ver Palyi (1972, pág. 223).
443 Ver Palyi (1972, págs. 220–228).
444 Ver Stucken (1953, pág. 79).

tremendamente ilíquido. Cerca de un 50% de los depósitos bancarios comerciales pertenecían a extranjeros, que podrían retirarlos de forma inmediata. Los depósitos bancarios comerciales aumentaron de 7,600 millones de RM en 1913 a 11,400 millones de RM en 1929. Los depósitos bancarios de ahorro aumentaron de 1,600 millones de RM en 1925 a 10,400 millones en 1930. Los activos bancarios se invirtieron a largo plazo.[445] Así pues, Melchior Palyi afirma: « Resultaría difícil encontrar una situación de iliquidez de un sistema financiero del mismo calibre que la acontecida en Alemania el 13 de julio de 1931» (Palyi 1972, pág. 261). La posición de los bancos se debilitó aún mas debido a que, durante la hiperinflación, estos bancos habían perdido mucho capital. La relación entre capital y capital externo, principalmente extranjero y de corto plazo, era de 1:15.5 para los grandes bancos de Berlín.[446]

Las cosas tampoco iban bien en el ámbito político. Las reparaciones supusieron una carga enorme para el Tesoro y una problemática política. Los nacionalistas ejercieron una oposición férrea contra las reparaciones y contra el odiado Tratado de Versalles. El Partido Nacionalsocialista Obrero Alemán (NSDAP) prometió políticas radicales a nivel nacional e internacional, lo que ahuyentó a los inversores extranjeros. Tras su éxito en las elecciones del Reichstag el 14 de septiembre, el NSDAP aumentó su número de escaños de 12 a 110. El gobierno del canciller Heinrich Brüning se tambaleaba. El éxito del NSDAP en las elecciones de septiembre dio lugar a una fuga de capital. No obstante, el Reichsbank, tras aumentar su tasa de descuento, todavía podía defender la paridad del oro.[447]

---

[445] Ver Palyi (1972, pág. 254, 259).
[446] Ver Born (1967, pág. 14, 20).
[447] Ver Stucken (1953, pág. 82).

A pesar de todos estos problemas, parecía que la crisis podría acabar pronto. Tras ciertas liquidaciones, la producción industrial empezó a aumentar nuevamente desde enero hasta abril de 1931.[448] Posteriormente, no obstante, el Credit-Anstalt austríaco colapsó.

5.2.3.2 El colapso del Credit-Anstalt

En mayo de 1931, el banco comercial austríaco más importante, el Credit-Anstalt, se volvió insolvente tras haber ampliado los créditos de forma considerable y haber absorbido a dos competidores ilíquidos. Concedió créditos a empresas que habían invertido el capital de forma errónea y no podían devolver sus deudas. Además, el Credit-Anstalt contaba con una colosal cartera de valores que había experimentado grandes pérdidas. A medida que los activos del banco empezaron a disminuir y que las pérdidas se hicieron públicas, empezó la retirada masiva de depósitos bancarios austríacos.[449]

---

[448] Ver Borchardt (1979, pág. 91).

[449] Ver Born (1967, pág. 65); Con frecuencia, se sostiene que el Credit-Anstalt se volvió insolvente debido a otro problema. Durante la primavera de 1931, el proyecto de una unión aduanera alemana-austríaca despertó la sospecha de Francia de que Alemania estaba tratando de eludir la prohibición de un «Anschluss», estipulada en el Tratado de Versalles. El gobierno francés advirtió que, si se ponía en marcha el proyecto, tomaría medidas. Por tanto, se dice a menudo que los bancos franceses, así como otros bancos extranjeros, retiraron capital a corto plazo de Alemania y Austria. Karl E. Born, no obstante, señala que, hasta abril de 1931, Austria contaba con un influjo de intercambio de divisas. Por tanto, el colapso del Credit-Anstalt no se debió a causas políticas, sino, más bien, a las pérdidas económicas que el banco había experimentado. Charles Kindleberger comparte la opinión de Born (1987, pág. 146).

Una quiebra total del Credit-Anstalt habría tenido graves consecuencias para la industria austríaca, pues el 70% de las empresas industriales más importantes de Austria dependían de este banco. Así pues, el Barón Alphonse von Rothschild, el gobierno austríaco y el Banco Nacional Austríaco decidieron rescatarlo[450]. Las repercusiones del colapso del Credit-Anstalt y otros bancos austríacos llegaron a Alemania y provocaron dudas adicionales en los inversores extranjeros sobre la capacidad de este país para devolver sus préstamos. Los bancos alemanes tenían una estructura de capital similar a la estructura de los bancos austríacos, con un gran parte de capital externo, pérdidas en su carta de valores y con préstamos industriales.[451]

Además, los incidentes políticos redujeron la confianza en la estabilidad de Alemania, así como su capacidad o voluntad de liquidar las deudas. En junio, el gobierno de Brüning experimentó una crisis y estuvo a punto de derrumbarse. Del mismo modo, Brüning manifestó su deseo de renegociar la cuestión de las reparaciones, pues la condición económica de Alemania estaba muy debilitada.[452] Como consecuencia, se aceleró la retirada de crédito extranjero a corto plazo. Los depositantes extranjeros intercambiaron sus marcos por otras divisas y los depositantes nacionales comenzaron a acumular tanto marcos como divisas extranjeras (es decir, se produjo una incremento en los saldos de tesorería).

Del mismo modo, algunas empresas alemanas de gran importancia cayeron en quiebra o estaban a punto de hacerlo.[453] Los beneficios se desplomaron y surgieron

---

450 Ver Palyi (1972, pág. 252).
451 Ver Born (1967, pág. 65).
452 Ver Born (1967, pág. 71).
453 Ver Born (1967, pág. 67). Ver Nussbaum (1978, pp. 324–325), sobre las empresas y corporativas que cayeron en quiebra.

pérdidas. En 1931, de acuerdo al *Institut für Konjunkturforschung* de Alemania, unas 2,000 empresas industriales experimentaron una pérdida neta de 5,000 millones de Reichsmarks.[454] El 25 de junio, el Danatbank (Darmstädter und Nationalbank), que constituía el segundo banco más importante de Berlín, se volvió insolvente. El banco había concedido créditos para financiar proyectos de inversión a largo plazo por medio de créditos estadounidenses a corto plazo. Experimentó una pérdida de 250 millones de marcos, cuatro veces su propio capital, debido al colapso de las empresas Nordwolle y Ultramare, un conglomerado que se dedicaba a la producción de algodón y que experimentó pérdidas durante la ampliación excesiva y las especulaciones. Todo ello intensificó la retirada masiva de créditos de los bancos alemanes y el Reichsbank perdió gran parte de su reserva de oro. Los bancos limitaron los créditos con el fin de salvaguardar su liquidez. Una retirada interna amenazaba la totalidad del sistema bancario.[455] Se produjo una deflación por incremento en los saldos de tesorería, pues los individuos intentaron asegurar y ampliar su efectivo en caja y los precios siguieron cayendo.[456] El 13 de julio los bancos tuvieron que cerrar y el gobierno alemán suspendió la promesa de reanudación del Reichsmark en oro y en divisas de oro.[457] Se declararon días festivos y durante las siguientes semanas solo se podía retirar una parte de los depósitos[458]. Así pues, se produjo una deflación confiscatoria durante algún tiempo.

---

[454] Ver Sociedad de Naciones (1935, pág. 41). En 1932, la pérdida neta cayó a 3,000 millones de Reichsmarks.
[455] Ver Stucken (1953, pág. 85).
[456] Ver Born (1967, pág. 108, 114–115).
[457] Ver Borchardt (1979, pág. 92).
[458] Ver Nussbaum (1978, pág. 318) y Born (1967, pág. 108).

5.2.3.3 El surgimiento de la deflación de crédito bancario

Además de la deflación confiscatoria y la deflación por incremento en los saldos de tesorería, esta crisis refleja claramente el caso de una deflación de crédito bancario. Tras una expansión crediticia suele producirse un evento que merma la confianza en los bancos. Esta vez la situación aunó múltiples factores: (1) la crisis política interna; (2) la crisis política externa con Francia sobre las reparaciones y la cuestión del Anschluss; y, sobre todo, (3) las quiebras o dificultades financieras de las empresas alemanas que habían invertido erróneamente el capital; así como (4) las pérdidas resultantes en los activos bancarios.

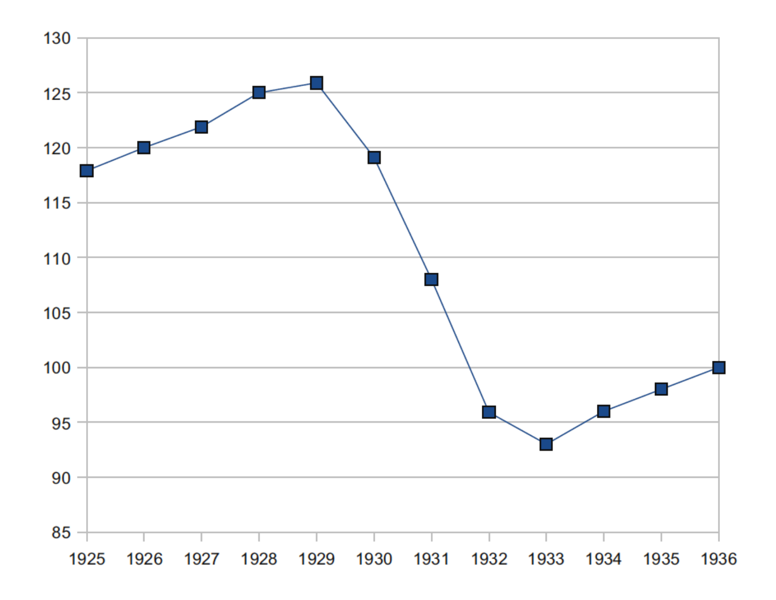


Gráfico 5.9 Índice de precios del producto neto social de Alemania, 1925–1936

Posteriormente, se produjo un proceso acumulativo. Los bancos trataron de limitar el crédito tras la retirada del capital extranjero y los depósitos. La restricción de los créditos y la caída de precios supusieron más problemas para las empresas. Ambas provocaron quiebras y desempleo en un mercado laboral regulado[459]. Las retiradas masivas de depósitos dieron lugar al cierre de bancos y se retiró una mayor cantidad de capital extranjero. Todo el sistema bancario colapsó. La oferta monetaria se contrajo, tal y como puede apreciarse en la tabla 5.3. Los créditos también se contrajeron, tal y como muestra el gráfico 5.8. Del mismo modo, los precios cayeron tras los años de auge, tal y como se indica en el gráfico 5.9.[460]

Observamos que se produjo una deflación de precios considerable desde 1929 hasta 1933. El precio total de venta y los índices de precios al consumidor, que se muestran en los gráficos 5.10 y 5.11,[461] también muestran esta deflación.

Los precios de venta al por mayor caen más que los precios al consumidor. Desde 1929 hasta 1933, los precios al consumidor caen en un 23% y los precios totales de venta caen en un 32%. La razón es la especulación excesiva sobre las existencias y mercancías durante los años 20. Esto también coincide completamente con la teoría austríaca de los ciclos económicos. Durante una recesión, los precios al consumidor aumentan en relación a los precios en fases superiores de producción.

---

459 Ver Anderson (1979, pág. 241) y Stucken (1953, pág. 83).

460 1936¼100. Fuente: Deutsche Bundesbank (1976, pág. 7).

461 Gráfico 10: 1913=100 y gráfico 11: 1913/14=100. Fuente: Deutsche Bundesbank (1976, pág. 7).

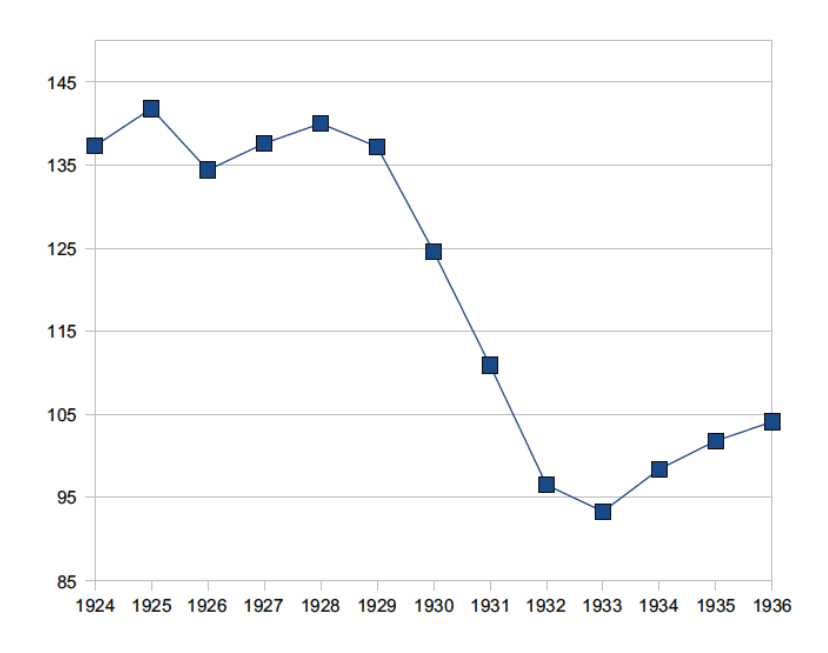


Gráfico 5.10 Precios totales de venta en Alemania, 1924–1936

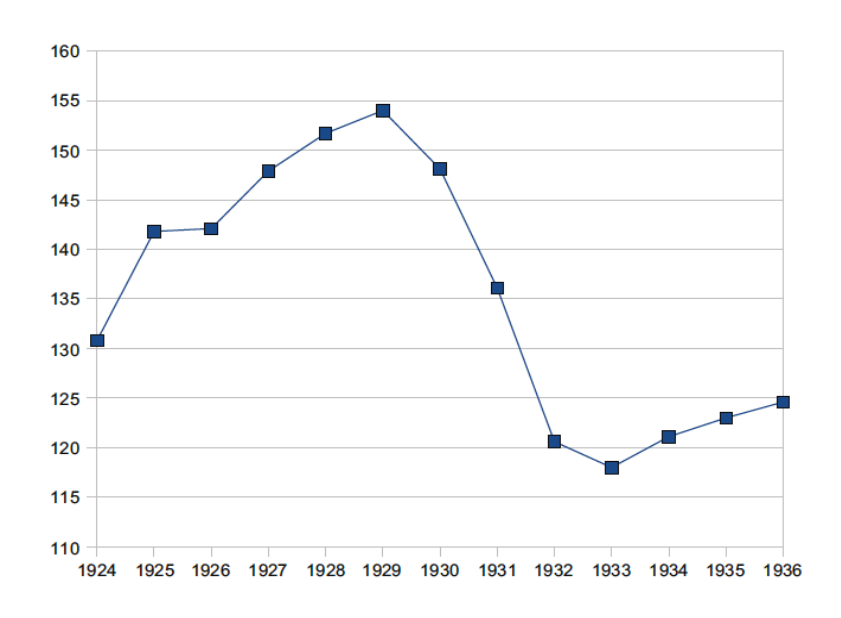


Gráfico 5.11 Precios al consumidor en Alemania, 1924–1936

5.2.3.4 El rescate del gobierno

El gobierno de Brüning intervino y rescató al sistema bancario frente a la amenaza inminente del colapso del sistema bancario y financiero.[462] Se recapitalizó y fusionó a los bancos insolventes. Hubo garantías y subvenciones. El Reichsbank disfrutó de una mayor libertad para ampliar la oferta monetaria gracias a la posibilidad de descontar una mayor variedad de letras de cambio.[463] Tal y como se ha mencionado anteriormente, el Reichsbank detuvo la reanudación de marcos en oro. Se impuso un control sobre el intercambio de divisas. Se mantuvo la antigua paridad de forma oficial. El control sobre el intercambio de divisas constituía, básicamente, un sustituto de moratoria tradicional. Los residentes alemanes ya no podían comprar y gastar con libertad bienes extranjeros o intercambiar divisas, sino que debían ofrecer intercambios de divisas a la tasa oficial que establecía el Reichsbank. Además, necesitaban una autorización para adquirir divisas.[464] Poco después del colapso alemán, el Banco de Inglaterra abandonó el patrón oro tras los ataques a sus reservas. El patrón de intercambio de oro había colapsado y la liquidación de inversiones fallidas siguió su curso.

El 20 de junio de 1931, el presidente Herbert Hoover anunció una moratoria de un año sobre la totalidad de deudas intergubernamentales distintas al servicio de préstamos Dawes y Young. No obstante, Francia protestó y, después de solo tres semanas de negociaciones en las que Francia insistió en el pago de la cantidad incondicional del Plan Young, éste

---

[462] Ver, por ejemplo, Patch, sobre el rescate del Danatbank (1998, págs. 174–175); o Nussbaum sobre el rescate del Banco Dresdner (1978, pág. 318).
[463] Ver Patch (1998, pág. 176).
[464] Ver Palyi (1972, págs. 254–256).

se puso en marcha. La crisis se profundizó. La incapacidad de Alemania de devolver las deudas estatales aumentó aún más las dudas de los acreedores privados sobre su capacidad de devolver los préstamos privados. Se siguió retirando capital a corto plazo de Alemania. Esta retirada solo se detuvo cuando se llegó a un acuerdo de statu quo sobre los créditos extranjeros privados a corto plazo en agosto de 1931. El acuerdo de statu quo tenía una duración de 6 meses y solo establecía el pago de intereses y de una cuota. Este acuerdo se renovó muchas veces.[465] Las reparaciones se pospusieron de forma indeterminada durante la Conferencia de Lausana en julio de 1932.

5.2.3.5 Las políticas deflacionarias de Brüning

El 30 de marzo de 1930, Brüning se erigió como canciller de Alemania. El canciller Brüning impuso políticas deflacionarias muy impopulares en 1930 y durante los primeros 7 meses de 1931.[466] Intentó equilibrar el presupuesto por medio de la reducción de gastos estatales (excepto del ejército) y el aumento de los impuestos sobre salarios, beneficios y ventas, así como sobre azúcar, cerveza y tabaco. Cuando los precios de libre mercado empezaron a caer, Brüning redujo los salarios de los funcionarios.[467] También redujo las pensiones de los inválidos de guerra y de los funcionarios, así como las prestaciones por desempleo.

Del mismo modo, Brüning facultó a los gobiernos locales, por medio de un Decreto de emergencia, para hacer todo lo que fuera necesario a fin de equilibrar los presupuestos

---

[465] Ver Born (1967, págs. 141–149). Ver también Luke sobre el acuerdo de status quo (1958, págs. 328–333).
[466] Ver Palyi (1972, pág. 168).
[467] Ver Borchardt (1979, pág. 99).

estatales y municipales. Como resultado, durante el otoño de 1930, los gobiernos locales se vieron forzados a reducir gastos. Se cerraron teatros, bibliotecas y museos púbicos; se cancelaron proyectos y se interrumpieron algunos programas de salud pública[468]. También se redujeron los tipos de interés sobre contratos existentes de créditos a largo plazo.

A pesar de la aplicación de todas estas medidas, la posición relativa que ocupaba el gobierno en la economía no se redujo, pues los gastos en la economía privada estaban disminuyendo más rápido que los gastos estatales.[469] Brüning también intentó reducir los costes de las empresas. Como medida de emergencia, se redujeron todos los salarios por medio del arbitraje salarial del gobierno (Schlichtung). En diciembre de 1931, se produjo un recorte de salarios por decreto gubernamental hasta alcanzar los niveles de 1927, es decir, de entre el 10 –15%.[470] Tal y como señala Gustav Stolper sobre el recorte de precios por decreto gubernamental: «el objetivo de las políticas deflacionarias era disminuir el precio político al nivel que habría alcanzado de forma automática en un sistema flexible de precios».[471]

Por medio de sus políticas deflacionarias, Brüning intentó salvaguardar la reputación de Alemania como «deudora honesta» (Palyi 1972, pág. 168). El canciller era consciente de que la pérdida de esta reputación habría causado una corrida cambiaria sobre el marco y la retirada de capital extranjero. Alemania se habría visto condenada a la autarquía. Brüning consiguió su objetivo, en parte, pues las importaciones

---

[468] Ver Patch (1998, pág. 182).
[469] Ver Nussbaum (1978, pág. 295).
[470] Ver Stucken (1953, págs. 90–91) y Nussbaum (1978, pág. 305).
[471] (Stolper 1966, pág. 136). El texto original es el siguiente: «Ziel der Deflationspolitik war es, die politischen Preise auf den Stand herabzudrücken, den sie in einem anpassungsfähigen System von selbst eingenommen hätten».

disminuyeron y aumentaron las exportaciones en un mercado mundial en contracción, tal y como puede apreciarse en la tabla 5.1. Alemania logró, finalmente, contar con un superávit comercial y empezó a liquidar sus deudas mediante exportaciones. En 1930, 1931 y 1932 se dieron superávits de la balanza comercial de 1.644, 2.858 y 1.054 millones de Reichsmark. El influjo de capital neto se redujo a 494 millones de Reichsmark en 1930, y en 1931 y 1932 la salida neta de capital fue de 2.772 millones de RM y 0.489 millones de RM respectivamente.

5.2.4 La gravedad de la depresión y sus causas

5.2.4.1 Gravedad de la depresión

Se habla de «Gran» Depresión porque ésta fue muy severa. En Alemania, fue más severa que en la mayor parte de los demás países. La participación de Alemania en la producción mundial cayó de un 11.6% en 1928 a un 8.9% a mediados de 1932.[472] El producto social bruto[473] cayó en un 35,7% desde 1929 hasta 1932. Durante el proceso de liquidación, se eliminaron muchos proyectos de inversión no rentables, lo que permitió que los recursos quedaran disponibles para iniciar proyectos rentables. Desde 1932 hasta 1933, se produjo un ligero aumento del producto social bruto, y la recuperación se aceleró durante el año posterior, tal y como

---

472 Ver Wagenführ (1933, pág. 42). Born afirma que la Gran Depresión azotó con mayor dureza a Alemania y a Estados Unidos (1967, pág. 34).

473 El producto social bruto es una medida insuficiente de la actividad económica. Resultaría preferible disponer de una medida bruta de producción que incluyera todas las fases de producción. No obstante, el producto social bruto puede indicar la tendencia de una depresión.

puede apreciarse en el gráfico 5.12.[474] Alemania se estaba recuperando con relativa rapidez y firmeza de la ruina.[475]

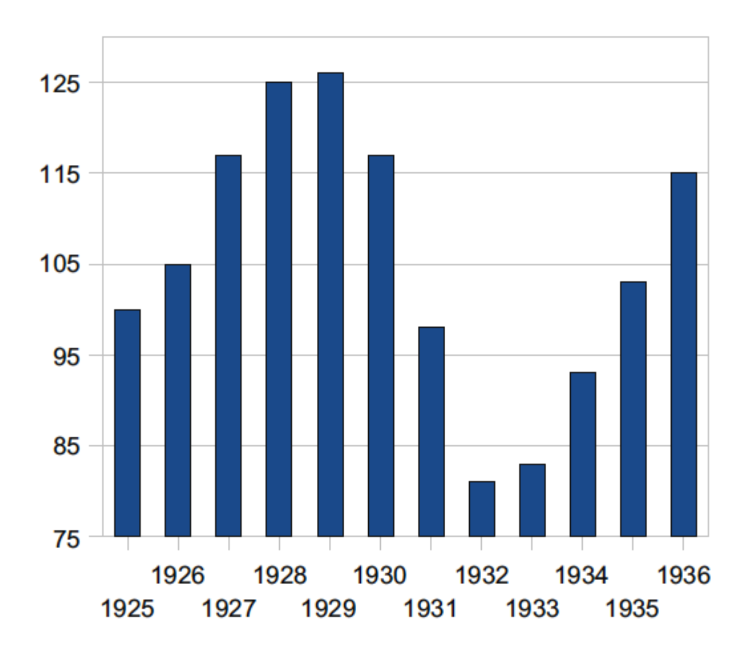


Gráfico 5.12 Producto social bruto en Alemania, 1925–1936

Las cifras de producción industrial describen incluso de forma más detallada el curso de la depresión. Desde 1929 en adelante, se produce una reducción abrupta de un 41.5% hasta 1932, fecha en la que comienza la recuperación tal y como se muestra en el gráfico 5.13.[476]

Existen múltiples razones por las que esta depresión fue más grave que otras. La más importante fue la expansión crediticia colosal que se inició en Estados Unidos y se propagó por los bancos alemanes, que la utilizaron de base para

474 1925=100. Fuente: Statistisches Bundesamt (1972, pág. 260).
475 Ver Hülsmann (2003, pág. 104)
476 1928¼100. Fuente: Deutsche Bundesbank (1976, pág. 7).

producir créditos. He explicado este proceso en detalle más arriba. No obstante, existen razones adicionales por las que esta depresión fue particularmente grave. En el próximo apartado explicaré estas razones.

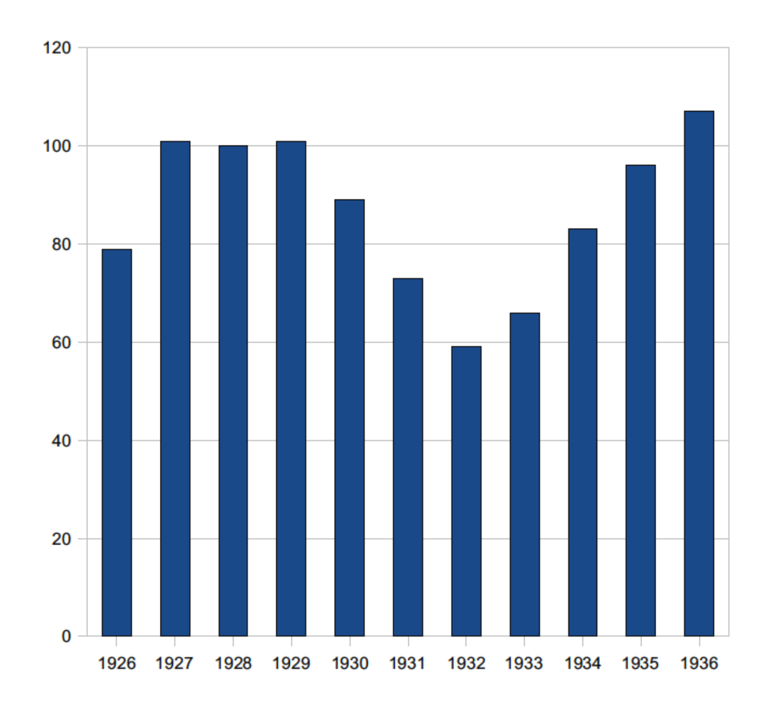


Gráfico 5.13 La producción industrial en Alemania, 1926–1936

5.2.4.2 Razones de la gravedad de la depresión

Restricciones del mercado laboral

Tras la Revolución de 1918, los sindicatos alemanes utilizaron las caóticas circunstancias como excusa para exigir privilegios. Con el fin de evitar una revolución, los empresarios accedieron a las antiguas demandas sindicales, como la jornada laboral de 8 horas y la fijación de salarios por medio del reconocimiento mutuo de las partes en las negociaciones.

Tras la estabilización de 1923, los empresarios intentaron, sin éxito, suprimir estas mejoras y reducir los aumentos salariales.

Cuando las partes en las negociaciones, es decir, los sindicatos y la patronal no lograban alcanzar un acuerdo, el gobierno intervenía como mediador del conflicto y establecía salarios mínimos oficiales. Dado que los políticos no querían perder los votos de los obreros, establecieron salarios cada vez más elevados. Los empresarios denominaron «Lohndiktat»[477] a este procedimiento de salarios más altos establecidos por el estado. Estas tasas salariales, que eran demasiado elevadas, redujeron los ahorros e inversiones de los empresarios. Muchas empresas dejaron de ser competitivas.

Una de las consecuencias de la maltrecha competitividad de las empresas alemanas debido a los salarios elevados fue la tentativa de los empresarios de sustituir a los trabajadores por capital. Esto dio lugar a una mayor demanda de créditos.[478] Otra consecuencia fue que algunos precios de productos no cayeron tanto como otros, pues los salarios (y los impuestos) constituían una parte considerable de los costes.[479] Así pues, la rigidez de salarios perjudicó a otros precios.

Como resultado de la nueva legislación y el poder de los sindicatos, el promedio de los salarios reales en 1924 era más elevado que en 1914 a pesar de que se hubiera consumido una gran cantidad de capital durante la guerra e hiperinflación. Los salarios elevados provocaron unas elevadas tasas de desempleo. En 1925, el desempleo era de alrededor de 646,000; la mayor cifra vista en la historia de Alemania.[480] En 1926, el desempleo se disparó a 2,011,000. En 1927 y 1928, las

---

[477] Ver Borchardt (1979, pág. 107).

[478] Ver Stucken (1953, pág. 74). Ver también Schumpeter (1929) sobre los efectos de los salarios excesivamente elevados.

[479] Ver Mises (1931, pág. 21).

[480] Ver Borchardt (1979, pág. 104).

cifras de desempleo eran todavía elevadas, con alrededor de 1,353,000. Durante la depresión, aumentaron de 1,892,00 en 1930 a 3,076,000 en 1931. En 1932, el desempleo aumentó hasta 4,520,000 y alcanzó su punto álgido en 1933 con 5,575 en la media anua.[481]

Tal y como señala Mises en 1931 con respecto a las elevadas tasas salariales, la falta de rentabilidad y la gravedad de la crisis:

> La falta de rentabilidad de muchas ramas productivas y el desempleo de una parte considerable de los trabajadores no pueden deberse, naturalmente, tan solo a la desaceleración de la actividad empresarial. Tanto la falta de rentabilidad como el desempleo se están viendo intensificados actualmente por la depresión general. No obstante, durante este período de posguerra, se han convertido en un fenómeno duradero que no llega a desaparecer por completo, incluso durante el auge[482].

Una de las razones que explican la gravedad de la depresión fue, por tanto, la inflexibilidad del mercado laboral. Las tasas salariales no podían caer, pues los sindicatos tenían potestad prácticamente para dictarlas. Por tanto, los trabajadores que habían perdido el empleo durante la recesión experimentaron sendas dificultades para encontrar un nuevo trabajo. No se les permitía ofrecer tasas salariales lo suficientemente bajas para satisfacer a empleadores potenciales.

---

[481] Ver Wagemann (1935, pág. 16).

[482] Mises (1978, pág. 185); El texto original es el siguiente: «Es ist nicht zu verkennen, daß die Unrentabilität vieler Produktionszweige und die Arbeitslosigkeit eines nicht unbetra ¨chtlichen Teiles der Arbeitnehmer nicht nur Folge des Abstieges der Konjunktur ist. Unrentabilität und Arbeitslosigkeit werden im Augenblick durch die allgemeine Depression verstärkt, sie sind aber in der Nachkriegszeit zu dauernden Erscheinungen geworden, die auch im Aufschwung nicht ganz verschwunden sind». (1931, pp. 14–15)

Estado de bienestar

La fundación de una democracia en Alemania, la República de Weimar, trajo consigo el surgimiento de un estado moderno de bienestar. La débil ideología del nuevo estado requería el apoyo de la población. Los políticos trataban de comprar votos para ganar las elecciones o para permanecer en el poder. Los medios para comprar votos consistían en políticas sociales y económicas.

Como resultado, el estado comenzó a desarrollarse y desempeñó un papel más importante en la economía. Stolper estima que la proporción de los gastos estatales reflejados en el PIB, empresas públicas incluidas, estaría en torno al 50% (1966, pág. 144). El valor de oro de los gastos estatales por persona aumentó de 107.2 RM en 1913 a 161.7 RM en 1925, y alcanzó los 213.6 RM en 1928.[483] Se imponían de forma constante nuevos impuestos sobre la producción,[484] lo que desalentaba la puesta en marcha de la misma. Tal y como escribe James Angell sobre las dimensiones de esta carga: «la carga fiscal alemana se considerará una de las más pesadas en el mundo actual y, posiblemente, la más pesada de todas (1929, pág. 318)». Por lo que respecta a la crisis, provocada por la falta de ahorros en comparación con los proyectos de inversión emprendidos, la carga fiscal dificultó una rápida recuperación.

Del mismo modo, el estado de bienestar presentaba otras características que terminaron por agravar la crisis. Por ejemplo, se establecieron seguros y prestaciones por desempleo. Esto perpetuó la política sindical de aumentar los salarios de forma coercitiva y provocó desempleo a largo

---

[483] Ver *DWI-Forschungshefte,* Nr. 3/1968, pág. 10, citado en Nussbaum (1978, pág. 166).
[484] Ver Mises (1931, pág. 27).

plazo[485]. De no haberse proporcionado subsidios para los desempleados, la política sindical y el aumento del estado de bienestar habrían confrontado una resistencia mucho mayor.

El presidente del Reichsbank, Schacht, describe las consecuencias del estado de bienestar y el seguro de desempleo:

> El mayor error que ha cometido este sistema resulta evidente. Sustituye la responsabilidad del individuo por una responsabilidad supuestamente colectiva… Se elimina el deber de trabajar y de hacer uso de las propias capacidades, es decir, aquello que hace grande a una nación y que se encuentra en todo ser humano saludable: se reduce la voluntad de ahorro y aumenta la tendencia al despilfarro.[486]

La redistribución fiscal y las subvenciones también aumentaron. El sector agrícola fue el mayor beneficiario de las mismas. Estas subvenciones agrícolas, a menudo, libraron de la bancarrota a granjas altamente ineficientes. Por tanto, los escasos recursos se destinaban a la agricultura y a otras industrias subvencionadas y no estaban disponibles para el resto de la economía, lo que habría permitido una recuperación más rápida en caso contrario.

Por si esto no fuera suficiente, el nuevo estado de bienestar presentaba déficits, pues los impuestos no podían sufragar la totalidad de sus gastos. Los déficits estaban motivados, en

---

[485] Ver Mises (1931, pág. 18).

[486] Schacht (1931, pág. 181, 184); El texto original es el siguiente: «Der größte Fehler dieses ganzen Systems liegt auf der Hand, es ersetzt die Verantwortung des einzelnen Individuums durch eine angebliche Kollektivverantwortung .... Das Gefühl der Arbeitspflicht und der Antrieb zur Selbsthilfe aus eigener Kraft, kurz das, was ein Volk groß macht und was in jedem gesunden Menschen drin steckt, wird durch die Überspannung und den Mißbrauch der Sozialversicherung getötet: der Wille zum Sparen wird geschwächt, die Neigung zum verschwenderischen Konsum gesteigert»

parte, por el temor a que un presupuesto saneado incitara a los franceses y a otros contendientes victoriosos a solicitar reparaciones más elevadas.[487] Así pues, la financiación de una parte del nuevo estado de bienestar procedía de préstamos extranjeros. La República de Weimar vivía por encima de sus posibilidades.[488]

Los graves daños en la división internacional de trabajo

La década de 1930 trajo consigo una grave alteración de la división internacional del trabajo.[489] El comercio internacional colapsó.[490] Existen dos razones por las que se produjo este fenómeno. La primera es que muchos países controlaban el intercambio de divisas de forma directa. En Alemania, se impuso un Devisenzwangskontrolle (control sobre el intercambio de divisas) a fin de prevenir la transferencia de fondos fuera de Alemania. Se mantuvo la antigua paridad de forma oficial. El intercambio de divisas debía ofrecerse al Reichsbank.[491] El Reichsbank era el que decidía a quién proporcionar divisas extranjeras y con qué fines.[492] Se limitaron las importaciones. Como consecuencia, las exportaciones también colapsaron. Esto es así porque existían dos formas en las que los extranjeros podían pagar las exportaciones alemanas. La primera forma era a través del crédito. Naturalmente, no se hizo uso de este método de pago

---

[487] Ver Palyi (1972, pág. 166).
[488] Ver Borchardt (1979, pág. 106).
[489] La década de 1920 ya constituía un período muy proteccionista. Cristoph Buchheim considera que «falta de un sistema comercial liberal» fue la raíz de los problemas (2002, pág. 113).
[490] Ver Sociedad de las Naciones (1935, pág. 92).
[491] Ver Stucken (1953, pág. 93).
[492] Ver Stucken (1953, pág. 94).

porque los alemanes no podían dar créditos a los extranjeros, pues no podían exportar capital. La segunda forma de pago era a través del intercambio de divisas u oro obtenido de la exportación a Alemania.[493] No obstante, se limitaron las importaciones alemanas. Las exportaciones (o importaciones capitales) sufragan las importaciones. A medida que se contraen las importaciones, también lo hacen las exportaciones. Alemania iba camino a la autarquía. Las ventajas de productividad del comercio internacional habían desaparecido, lo que profundizó la crisis.

La segunda es que se impusieron nuevos aranceles. Estados Unidos impuso la ley arancelaria Hawley-Smoot sobre 20,000 productos en junio de 1930.[494] Esto dificultó a los europeos vender sus productos en Estados Unidos a fin de ganar los fondos necesarios para liquidar sus deudas. El arancel también incitó la imposición de aranceles de represalia por parte de otros estados. Así pues, en Alemania se penalizaron las importaciones agrícolas a fin de subvencionar latifundios altamente ineficientes. Gran Bretaña también impuso aranceles e intentó aumentar la competitividad de sus exportadores por medio de la devaluación de la libra.[495] Los aranceles también permitieron evitar la caída en los precios de productos protegidos.[496]

---

[493] Otra posibilidad sería utilizar los saldos de oro acumulados para pagar importaciones. No obstante, esta posibilidad viene determinada por los saldos de oro y no puede perdurar de forma permanente.
[494] Con respecto a la ley arancelaria Hawley-Smoot, ver Anderson (1979, pág. 229). El arancel provocó, probablemente, la caída de la bolsa de 1929 (James 2002, pág. xi).
[495] Ver Stucken (1953, pág. 89).
[496] Ver Mises (1931, pág. 21).

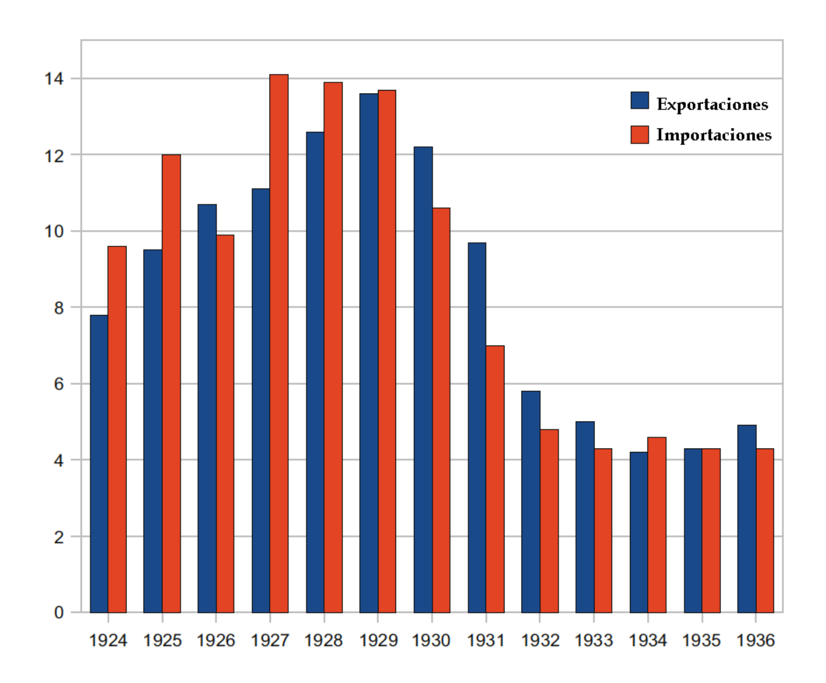


Gráfico 5.14 Comercio exterior alemán, 1924–1936

La caída del comercio internacional redujo la productividad y estuvo a punto de imponer una autarquía. Muchos exportadores bien tuvieron que despedir empleados o bien cayeron en quiebra. Alemania, que dependía ampliamente de las exportaciones e importaciones, se vio severamente perjudicada por esta situación. La obligación del país de pagar las rentas establecidas en el plan Young requería exportaciones. Por tanto, parece absurdo que se aprobara el arancel Hawley-Smoot 3 días después de que se ofreciera el préstamo Young a Estados Unidos.[497] En el gráfico 5.14 puede apreciarse el comercio exterior alemán.[498]

---

[497] Ver Anderson (1979, pág. 230).

[498] En miles de millones de RM. Fuente: Deutsche Bundesbank (1976, pág. 7).

5.2.5 Caída de precios: la interpretación

5.2.5.1 La interpretación tradicional

La interpretación tradicional de la Gran Depresión alemana bien es una interpretación keynesiana o bien es una interpretación monetarista.[499] Para los keynesianos la causa de la Gran Depresión fue un colapso en la demanda efectiva. Para los monetaristas la causa de la Gran Depresión fue un colapso en la oferta monetaria. También se afirma, en ocasiones, que se produjo un superávit productivo durante la década de 1920.[500] Este superávit productivo se unió al atesoramiento de los consumidores preocupados por la espiral descendente que surgió tras la caída de la bolsa de valores. Los consumidores e inversores gastaron menos ante la previsión de que los precios siguieran cayendo. Así pues, se criticó a Brüning por no haber evitado esta espiral descendente. En particular, se critican sus políticas de reducir el gasto estatal, de equilibrar el presupuesto y de no inflar la oferta monetaria.

Las percepciones keynesianas y monetaristas no difieren demasiado en su origen. De hecho, ambas abogan por una mayor intervención estatal con el fin de prevenir o salir de la

---

[499] Ver Borchardt (1979, pág. 88) para consultar una crítica de las interpretaciones tradicionales y Korsch (1981) para consultar una interpretación tradicional de la depresión alemana. Friedman y Schwartz (1971) critican la incapacidad de los bancos centrales y, especialmente, de la Reserva Federal para inflar la oferta monetaria. Aldcroft (1978, págs. 229–331) secunda la afirmación de que las políticas monetarias restrictivas de la Reserva Federal fueron responsables de la gravedad de la crisis.

[500] Ver, por ejemplo, la interpretación keynesiana por parte de Korsch (1981, pág. 16).

crisis.[501] La solución keynesiana ante una situación así es el gasto deficitario. Este gasto deficitario podría obtener financiación a través de la inflación monetaria.[502] Y es precisamente esta inflación monetaria para respaldar el sistema financiero la solución que aportan los monetaristas. Por tanto, a menudo se considera la administración de Brüning como un fracaso que empeoró la depresión con sus políticas deflacionarias.[503]

5.2.5.2 El revisionismo de Borchardt

La posibilidad o imposibilidad de Brüning de adoptar otro tipo de política es objeto de otro debate. Este debate se ha

---

501 De hecho, el propio Keynes recomendó aplicar tanto políticas de expansión monetaria como políticas fiscales expansionistas para salir de la depresión. Ver Skidelsky (2002, pág. 99)

502 El economista keynesiano Andreas Korsch afirmó, en su disertación sobre las políticas económicas aplicadas durante la depresión alemana, que el gobierno debería aplicar políticas monetarias expansionistas en caso de limitarse los créditos (1981, pág. 35) Del mismo modo, Kindleberger sostiene que el Reichsbank debería haber actuado como prestamista de último recurso y rescatado al Danatbank (1987, págs. 294– 295).

503 Ver Bombach (1976); Gottfried Bombach afirma: «Man ist sich einig in Brünings Versagen». (1976, pág. 6) [Traducción: existe unanimidad con respecto al fracaso de Brüning] Korsch sostiene que se sabe que las políticas económicas de Brüning agravaron la depresión (1981, pág. 13). Werner Jochmann afirma que los efectos de las políticas deflacionarias fueron devastadores (1978, pág. 111). Kindleberger argumenta: «La política deflacionaria se mantuvo durante dos fatídicos años, si bien su deficiencia debería haberse evidenciado de forma inmediata» (1987, págs. 131–132) y añade que «el veredicto sobre el fracaso de Brüning es unánime».

acuñado bajo el término de Controversia de Borchardt.[504] Knut Borchardt afirma lo siguiente:[505] hasta 1931/1932, la recesión no parecía distinta a otras recesiones. Por tanto, el gobierno no consideró tomar nuevas medidas de emergencia tales como un aumento considerable de los gastos públicos para financiar obras públicas, etc. Borchardt prosigue y afirma que, incluso en 1931/1932, cuando se evidenció que la recesión había empeorado, no había disponibilidad de medios para aumentar el gasto público por medio del gasto deficitario. Existían, básicamente, tres formas de financiar un déficit: financiación procedente del Reichsbank, financiación procedente de la venta de bonos a ciudadanos o financiación procedente de la venta de bonos a extranjeros. En primer lugar, el Reichsbank no podía financiar un déficit estatal más elevado si así no lo deseaba, pues debía primar la independencia del Reichsbank de acuerdo con las directrices del Plan Young. Incumplir las directrices del Plan Young habría tenido un efecto adverso sobre los acreedores extranjeros y se habría retirado capital extranjero del país. Además, imperaba la idea de que, si se demostraba que Alemania era incapaz de pagar las reparaciones, éstas podrían abolirse. No obstante, este plan se vio arruinado por la utilización de préstamos para financiar programas gubernamentales que los propios Aliados no podían permitirse. Del mismo modo, se temía que la financiación procedente de la imprenta daría lugar a otra inflación de precios. La hiperinflación de 1923 todavía estaba muy presente en la mente de los ciudadanos. Así pues, los sindicatos, el Partido Socialdemócrata (SPD) y las asociaciones comerciales rechazaban esta opción.

---

[504] Con respecto a la [illegible] Borchardt (1979 y 1982, págs. 165–224) o [illegible].
[505] Ver Borchardt (1979).

La segunda opción era financiar el gasto deficitario a través de la venta de bonos a nivel nacional. La venta de bonos en Alemania habría aumentado los tipos de interés y habría acumulado multitud de inversores privados en busca de préstamos. La última opción era solicitar un préstamo a los Aliados. Esto suponía un problema por múltiples razones. En primer lugar, los Aliados también tenían problemas económicos y no invertían su dinero en programas de obras públicas, etc. ¿Por qué iban entonces a prestar dinero a Alemania para financiar programas de ese tipo? En segundo lugar, existían tensiones políticas entre Alemania y los Aliados. Por una parte, la propuesta de unión aduanera con Austria había provocado el malestar de Francia. Por otra parte, estaba la controversia con respecto a las reparaciones, así como la cuestión concerniente a la frontera oriental alemana. Alemania solicitaba la revisión de las decisiones tomadas respecto a esta frontera. Sin embargo, Francia ofreció su ayuda, pero tan solo bajo la premisa de concesiones políticas y garantías que Brüning no estaba dispuesto a aceptar. Entre ellas se encontraban la cancelación de los planes de unión aduanera Alemania-Austria y ciertas restricciones sobre el armamento. Esta opción era ilusoria, pues los militares, la oposición y el público rechazaban estas condiciones. Del mismo modo, el Reichspräsident, Paul von Hindenburg, había amenazado con dimitir si se aceptaban las condiciones de Francia.

Por último, pero no menos importante, Borchardt cuestiona la efectividad de un aumento de tal calibre en el gasto estatal. Bajo su punto de vista, los programas de gasto planteados no eran suficientes para cambiar el curso de la recesión y evitar así la ascensión de Hitler al poder.[506]

---

[506] Ver Borchardt (1979, pág. 99). Existieron dos cancilleres entre el mandato de Brüning y el de Hitler. Ni Franz von Papen ni Kurt von Schleicher modificaron las políticas económicas de forma drástica. No

5.2.5.3 Interpretación en base a este trabajo

Durante la década de 1920 se produjo una reducción artificial de los tipos de interés por parte de los bancos de la Reserva Federal, así como el banco central pertinente para Alemania, pues los bancos, empresas y entidades públicas alemanas solicitaron préstamos a Estados Unidos. Los bancos alemanes acumularon un segundo nivel de crédito en base a los préstamos estadounidenses. Así pues, nos encontramos ante un ciclo económico austríaco tradicional. En la década de 1920 se produce un auge y en 1930 surge una recesión impulsada por la falta de confianza en los bancos debido a sus pérdidas de seguridad y de préstamos.[507]

Ya se han explicado los factores que agravaron la depresión. La expansión crediticia y las inversiones fallidas fueron considerables. La restricción del crédito por medio de la negativa a renovar créditos extranjeros también fue considerable. Los salarios impuestos por los sindicatos y por el estado dieron lugar a tasas de desempleo colosales. El nuevo seguro de desempleo, amén de los beneficios de desempleo, hicieron que este predominara a largo plazo. Además, el estado de bienes se había ampliado durante la década de 1920 hasta un nivel nunca visto. El papel del estado había ganado importancia, lo que dificultó, por tanto, que la azotada economía privada paliara los efectos de las liquidaciones necesarias. De hecho, la economía privada había

---

obstante, Franz von Papen, pasado julio de 1932, aplicó alguna medida para favorecer la expansión crediticia. Ver Nussbaum (1978, pág. 375). Aplicó un programa de obras públicas menores y un programa *Steuergutschein*. El *Steuergutschein* se basaba en deducciones fiscales para impuestos futuros que se aplicaban en el momento de la tributación. Estas deducciones anticipaban una reducción de los ingresos fiscales futuros. Kurt von Schleicher aplicó otro programa de obras públicas menores.

[507] Ver Mises (1931), sobre esta interpretación

experimentado una crisis continua durante la década de 1920 y fueron muchas las empresas que permanecieron activas tan solo porque se vieron rescatadas por una expansión crediticia nacional o extranjero. También se inhibió la división internacional de trabajo por medio de aranceles en aumento. Así pues, el comercio internacional se contrajo y la producción se volvió menos eficiente.

Además, la recesión se vio agravada por ciertas políticas estatales aplicadas para paliar la crisis. En lugar de aplicar una política de laissez-faire que redujera el peso del sector público sobre la economía privada, el gobierno alemán adoptó, parcialmente, otras políticas.[508] Las políticas de Brüning, de hecho, pueden criticarse ampliamente. Por ejemplo, está el aumento de impuestos, el control sobre el intercambio de divisas, la reducción de los tipos de interés sobre contratos a largo plazo, el arancel agrícola, el rescate del sistema bancario y, posteriormente, también las subvenciones para explotaciones agrarias y empresas, etc.

No obstante, la crítica keynesiana y monetarista sobre Brüning es errónea. Sus políticas «deflacionarias» sirvieron, mayormente, para acelerar la recuperación. Obviamente habría sido más acertado eliminar el conjunto de privilegios sindicales en vez de dictar salarios más bajos a través de un decreto de emergencia, es decir, un decreto de deflación de precios. La implantación salarial libre habría reducido las tasas de salarios y el desempleo de forma automática en el mercado libre.[509] Probablemente, la reducción de costes por decreto gubernamental no fue lo suficientemente importante como para mejorar la competitividad y reducir el desempleo con celeridad, tal y como se indica en la Reichsreform, un plan de reforma propuesto por los empresarios. Los empresarios

---

[508] Ver Rothbard (2000, págs. 23–29), sobre políticas estatales apropiadas durante una depresión

[509] Ver Mises (1931, pág. 20).

consideraban que el Versorgungsstaat (estado de bienestar) era el motivo de la crisis y abogaban por «la reducción de costes administrativos, la abolición del seguro de desempleo, el control central sobre el gasto municipal y, sobre todo, la concesión de libertad a los empresarios que se enfrenten a la bancarrota para recortar los niveles salariales garantizados por los contratos colectivos de trabajo».[510]

No obstante, las políticas deflacionarias contribuyeron, ciertamente, a acelerar la recuperación. Tal y como señala Palyi: «La mayor parte de los economistas concuerdan en que los salarios y precios 'rígidos' constituyeron las principales circunstancias que agravaron la depresión. De hecho, la eliminación de este tipo de obstáculos para calcular los costes de la adaptación fue de gran ayuda para suscitar el auge de Alemania a finales de la década de 1930».[511]

Como consecuencia de las políticas de Brüning, a partir de 1930, Alemania experimentó superávits en su balanza

---

[510] (Patch 1998, pág. 177); Ver también Kurt Gossweiler con respecto a la industria alemana y al argumento de que la crisis estuvo causada por salarios nominales e impuestos excesivamente elevados y por cotizaciones a la seguridad social (1971, pág. 356).

[511] Palyi (1972, pág .293); En relación con la recuperación y el posterior auge artificial en Alemania, Palyi comenta, sobre la política deflacionaria de Brüning, que: «en realidad, independientemente de las restricciones sobre el intercambio de divisas y una serie de mezquinas regulaciones, Alemania, bien preparada para una recuperación gracias a la política de deflación de costes de Brüning, fue el único país que consiguió establecer un pleno empleo a finales de la década de 1930— por medio de políticas 'contra cíclicas', es decir, de la movilización de recursos para la guerra» (1972, pág. 34). Palyi, prosigue: «los heroicos esfuerzos de Brüning para salvar el marco fueron, en gran parte, fútiles, pues fue incapaz de llevar la deflación a su conclusión lógica» (pág. 339). Al menos, las políticas deflacionarias de Brüning allanaron el camino para la recuperación, tal y como señala Palyi. También Nussbaum afirma que, cuando el gobierno de Brüning dimitió el 30 de mayo de 1932, la crisis estaba a punto de llegar a su fin (1978, pág. 373).

comercial, lo que permitió al país pagar las reparaciones y reducir su deuda externa. El plan de Brüning de equilibrar el presupuesto era indispensable para restaurar la solvencia de Alemania.[512] El plan de unión aduanera con Austria también habría revivido la industria en ambos países.

Además, Brüning permitió que la deflación de precios y la liquidación de inversiones fallidas se mantuvieran, al menos, hasta octubre de 1931.[513] Él afirmaba que la contracción continuaría hasta que los precios del mercado mundial aumentaran nuevamente.[514] Hasta julio de 1931, el Reichsbank restringió la oferta monetaria más que cualquier otro banco central.[515] Las empresas marginales cayeron en quiebra, lo que dio un respiro a sus competidores. Sin las quiebras, los competidores habrían experimentado problemas constantes. Ahora, podían ampliar su cuota de mercado y crecer nuevamente. El capital se retiró de ciertas industrias y se invirtió en otras en las que la demanda era más amplia. La estructura de producción pudo adaptarse. De esta forma, las políticas deflacionarias de Brüning permitieron purgar las inversiones fallidas llevadas a cabo durante el auge y acelerar, hasta cierto punto, la reducción de costes. Y en 1932 comenzó

---

512 Hülsmann (2013, pág. 105) sostiene que, debido a las políticas deflacionarias de Brüning y a una ausencia de políticas similares en Francia, Francia cayó económicamente por detrás de Alemania durante la década de 1930. Hitler utilizó la ventaja económica alemana obtenida gracias a las políticas de Brüning para invadir a Francia en 6 semanas en 1940.

513 Posteriormente, el gobierno rescató empresas y, como consecuencia, aumentó el sector público de la economía. Ver Nussbaum (1978, pág. 329).

514 Ver Patch (1998, pág. 176).

515 Ver Palyi (1972, pág. 259). A partir de la caída de 1931, la oferta monetaria experimentó una ligera ampliación y la tasa de descuento se redujo de un 10% a inicios de septiembre a un 6% en marzo de 1932. Ver Patch (1998, pág. 205).

la recuperación.[516] Hitler fue el sucesor de esta purga en Alemania.[517] Hitler llevó a cabo una gran ampliación de los gastos públicos. El desempleo se redujo considerablemente por medio de programas de obras públicas y el rearme.

En resumen, los keynesianos y monetaristas sostienen que las políticas deflacionarias de Brüning fueron un error y Borchardt afirma, básicamente, que sus políticas no fueron las mejores, pero que no hubo alternativa. No obstante, las políticas deflacionarias de Brüning no fueron, de hecho, lo suficientemente sólidas y su error fue permitir las intervenciones en la economía. Sus políticas deflacionarias no duraron lo suficiente.[518] El Reichsbank redujo sus restricciones crediticias desde finales de agosto de 1931. La política empezó a basarse en una expansión crediticia favorable a las grandes empresas y los tipos de interés se redujeron.[519]

---

516 Ver Fischer (1968, pág. 46). Stolper destaca que existe unanimidad en la afirmación de que la crisis alcanzó su punto álgido en el verano de 1932 (1966, pág. 139).

517 Ver Borchardt (1979, pág. 109). Palyi sostiene, también, que: «la ascensión al poder de Hitler se atribuyó a la 'deflación' llevada a cabo hasta finales de julio de 1931 por parte de Brüning y Luther [Presidente del Reichsbank]. Este supone uno de los mitos más perniciosos que han surgido de la confusión política y monetaria inter-bélica» (1972, pág. 262). Palyi sostiene que no había alternativa a la política de Brüning. Las circunstancias políticas y la opinión pública alemana no le permitían aceptar las condiciones que Francia imponía para ayudar. Palyi afirma, del mismo modo, que fue el error del General Schleicher acudir a la izquierda, pues ello irritó a Hindenburg, que sustituyó a Schleicher el 30 de enero de 1933 con una coalición anti-trabajo liderada por Hitler, cuyo partido estaba prácticamente en la ruina y se estaba derrumbando. (Pág. 264). Para consultar una evaluación similar, ver Hülsmann (2013, pág. 105).

518 Así pues, en 1932, la industria de bienes de capital tenía, todavía, dimensiones excesivas. Ver Zumpe (1980).

519 Ver Palyi (1972, pág. 263).

5.2.6 El rechazo a la deflación de precios

En toda inflación aparece un tipo de especuladores que se oponen férreamente a la deflación. Lo mismo ocurrió con el tipo de especuladores de inflación que aparecieron durante la década inflacionaria de 1920 en Alemania. No obstante, debido a la situación de hiperinflación vivida y al miedo a que ésta se repitiese, la mayor parte de la población no se opuso a la deflación de precios en un principio. La *Reichsverband der Deutschen Industrie* (Asociación Federal de la Industria Alemana) rechazaba la inflación aún en 1931, al igual que lo hacía la publicación económica semanal más influyente de Alemania, la Deutsche Volkswirt, redactada por Gustav Stolper. Las empresas medianas y pequeñas temían la deflación y la rechazaban férreamente.[520] La inflación de la década de 1920 había fulminado sus ahorros.[521]

El principal rechazo a la deflación procedía de grandes empresas y de los Junkers. Las grandes empresas, al igual que los agricultores (Junkers) altamente endeudados, querían recibir un rescate por medio de la expansión crediticia. Tal y como sostiene William Patch sobre la sugerencia de los industriales para superar la crisis en julio de 1931:

> Algunos industriales plantearon innovadoras propuestas para mejorar el proceso de deflación a través de la creación de una especie de divisa complementaria a fin de compensar la retirada de créditos extranjeros. Hermann Warmbold, experto en fertilizantes químicos, y el ejecutivo I.G Farben propusieron una emisión novedosa de 'almacenamiento de billetes' *(Lagerscheine)* a fin de garantizar a los agricultores y a otros pequeños productores anticipos de efectivo en base al valor de los productos sin vender. Paul Silverberg [cabildero e industrial de acero y carbón] apoyó la propuesta al declarar que 'tan solo se puede combatir una

520 Ver Born (1967, pág. 44).
521 Ver Aldcroft (1978, pág. 167).

deflación gravosa con medidas que se asemejen a una inflación', si bien ésta sería tan solo una inflación temporal y controlada. [Original en cursiva] (1998, pág. 176).

Paul Silverberg propondría, de nuevo, en septiembre de 1931, un plan más audaz para aumentar la oferta monetaria en alrededor de 2,000 millones de RM.[522] No es de extrañar que los industriales desearan recibir un rescate por medio de medidas inflacionarias. Los industriales estaban endeudados y, a menudo, habían llevado a cabo inversiones erróneas. En lugar de liquidar las inversiones erróneas, los industriales solicitaron recibir un rescate por medido de medidas con unas políticas inflacionarias desconocidas. Querían evitar un cambio de propiedad en los medios de producción. La industria del acero, en particular, se encontraba en dificultades, pues había aumentado su capacidad durante la década de 1920 por medio de préstamos bancarios hasta tal punto que su utilización de capacidad se desplomó al 36% en 1931.[523]

Del mismo modo, los académicos comenzaron a defender políticas inflacionarias. Así pues, el industrial y economista Heinrich Dräger abogó por obras públicas financiadas a través de una expansión crediticia.[524] Albert Hahn, miembro de la Junta del *Deutsche Effekten- und Wechselbank*, solicitó que el Reichsbank fuera el que financiase de forma directa o

---

[522] Ver Patch (1998, pág. 207). Del mismo modo, Nussbaum señala que las industrias de carbón y acero, altamente endeudadas, se mostraban favorables a las políticas inflacionarias (1978, pág. 321).

[523] Ver Patch (1998, pág. 179).

[524] Ver Korsch (1981, pág. 31). Dräger también fue partícipe de la fundación del «Studiengesellschaft für Geld- und Kreditwirtschaft» [Sociedad de Investigación para la Economía del Dinero y el Crédito] que reunía a políticos, funcionarios, científicos, empresarios y miembros de sindicatos.

indirecta los gastos públicos.[525] Por tanto, abogó por políticas monetarias expansionistas que, ciertamente, habrían beneficiado al *Deutsche Effekten- und Wechselbank*. Con el fin de apoyar a las empresas, el economista Gerhard Colm propuso una conversión forzosa de las deudas en acciones para salvar a las mismas. Afirmaba, en concordancia con las explicaciones del Apart. 4.3.3.3, que esto era viable a nivel político, pues los deudores y los trabajadores interesados estaban mejor organizados que los acreedores. De hecho, tiempo después, el gobierno favoreció a los deudores por medio del decreto gubernamental, que redujo los tipos de interés de los contratos crediticios en vigor.[526]

No obstante, también existía una férrea oposición hacia los intereses especiales. El partido de Centro (Deutsche Zentrumspartei), que constituía el partido de los pequeños empresarios, los cuales estaban a menudo menos endeudados que la gran clase empresarial dirigente, rechazaba esos planes inflacionarios. Todavía resonaba el recuerdo de la gran inflación, en la que los trabajadores experimentaron pérdidas. El único partido favorable a una «divisa complementaria» era el NSDAP. Como consecuencia, la prensa centrista lanzó una campaña para denunciar la estrategia que los grandes industriales habían adoptado con el objetivo de deshacerse de sus deudas durante una segunda hiperinflación que contaba con el beneplácito de los nazis.[527] De hecho, algunos miembros de la industria pesada abogaron por la inflación con el fin de deshacerse de sus deudas y encontraron un aliado en Hitler. Además, el sector financiero comenzó a

---

525 Ver Jochmann (1978, pág. 103).
526 Ver Borchardt (1991, pág. 37).
527 Ver Patch (1998, pág. 177).

considerar cada vez más la expansión crediticia como una forma de salir de la crisis.[528]

Además del Partido de Centro, el Partido Socialdemócrata (SPD) denunció los planes inflacionarios del NSDAP de rescatar a los agricultores y a las grandes empresas. El SPD observaba con claridad cómo los grupos de interés ejercían presión para llevar a cabo esos planes y las consecuencias de ello. El 12 de octubre de 1931, un autor anónimo escribe, en un periódico del partido:

> El fascismo es inflación. Su objetivo es el de pagar a los trabajadores salarios de inflación, con los que éstos a duras penas pueden comprar pan, de manera que los grandes industriales en quiebra y los agricultores importantes se recuperan a costa de los trabajadores. El fascismo es un medio político para esclavizar a los trabajadores y la inflación es su arma económica contra los mismos.[529]

---

[528] Ver Nussbaum (1978, págs. 333–335). El autor marxista Lotte Zumpe afirma que la mayor parte del sector financiero, las industrias de carbón y acero, el comercio marítimo y los Junkers deseaban la ascensión de Hitler al poder (1978, pág. 11). Esta autora considera la cuestión del rearme como una de las razones del apoyo a Hitler por parte del Keppler-Kreis, constituido por un círculo de banqueros, importantes industriales y por los Junkers que apoyaban a Hitler (pág. 35). No obstante, también es posible que la simpatía hacia Hitler estuviera motivada, en parte, por el apoyo del mismo a políticas inflacionarias. Estas medidas habrían beneficiado a la clase económica dirigente, conformada por banqueros, importantes industriales y los Junkers, amenazados por la deflación de precios.

[529] Tal y como aparece citado en Borchardt (1979, p. 123), pie de página 51; El texto original es el siguiente: «... Der Faschismus bedeutet Inflation! Sein Ziel ist es, den Arbeitern Inflationslöhne zu zahlen, für die sie kaum Brot kaufen können, damit die bankrotten Schwerindustriellen und Großagrarier auf Kosten der Arbeiterschaft gesund gemacht werden können. Der Faschismus ist das Mittel zur politischen Knechtung der Arbeiterschaft, die Inflation ist seine wirtschaftliche Waffe gegen die Arbeiterschaft».

Analicemos ahora a los Junkers, que constituía otro grupo, además de los industriales y banqueros, que se oponía a las políticas deflacionarias de Brüning. Los agricultores criticaron ampliamente las políticas de Brüning e incitaron el malestar político para desestabilizar al gobierno. Palyi describe el año 1930 y los 7 primeros meses de 1931 como «condiciones casi caóticas logradas en Alemania, impulsadas por intereses agrícolas e industriales 'conservadores'». (1972, pág. 168). Los agricultores habían experimentado una crisis continua tras la Primera Guerra Mundial y estaban fuertemente endeudados. Esto se debía, en parte, al gobierno, que no dejó que las explotaciones agrícolas endeudadas y no rentables cayeran en quiebra. En su lugar, las rescató. Desde finales de la hiperinflación hasta finales de 1929, el gobierno había concedido créditos por valor de 2,582 millones de RM y había garantizado préstamos privados por valor de 144 millones de RM a los agricultores.[530] Pero los agricultores querían más. Querían inflación y mayores subvenciones.

Con el tiempo, los Junkers fueron responsables, en parte, de la caída de Brüning.[531] En la primavera de 1932, el gabinete de Brüning estaba elaborando un decreto de emergencia. La idea era reducir o eliminar la *Osthilfe,*[532] conformada por subvenciones a las grandes explotaciones agrícolas sobreendeudadas en las regiones orientales del Reich, Pommern y en Prusia oriental y occidental. Durante la venta de ejecuciones hipotecarias, el gobierno adquiría las explotaciones y permitía que el todavía vasto número de desempleados se estableciera en ellas. Los Junkers tenían una

---

[530] Ver Nussbaum (1978, pág. 224).

[531] Ver Palyi (1972, pág. 260).

[532] El objetivo de la *Osthilfe* era mantener la estructura de propiedad en tiempos de deflación de precios y deudas agrícolas. La clase agrícola dirigente no quería perder su propiedad y rechazó la redistribución inminente. Ver Nussbaum (1978, pág. 365).

influencia significativa sobre el presidente Hindenburg. De hecho, su hijo Oskar también era un Junker y el propio Hinderburg era el propietario de Gud Neudeck, un estado que los Junkers le habían cedido. Por tanto, Hinderburg también era un beneficiario de la *Osthilfe*. Hinderburg declaró, influido por los Junkers, que no firmaría más decretos de emergencia y Brüning dimitió el 30 de mayo de 1932.

Ciertamente, los nacionalsocialistas harían realidad las esperanzas tanto de la industria pesada como de los Junkers. Comenzaron a activar la expansión crediticia a fin de financiar los programas de obras públicas y el rearme.[533] Las deudas públicas alemanas estallaron.[534]

5.2.7 Conclusión

Durante la década de 1920 se produjo una inflación de crédito bancario. Los créditos extranjeros habían llegado a Alemania, cuyos bancos los utilizaron para inflar la oferta monetaria. En 1931, las dudas con respecto a la solvencia de los bancos debido a las pérdidas de valores y de préstamos industriales provocaron retiradas masivas de créditos bancarios en Austria y Alemania. Se limitaron los créditos. Además, entre 1930 y 1932, la deflación de crédito bancario provocó una deflación de precios en Alemania. Además de la considerable deflación de crédito bancario, hubo otros factores que agravaron la deflación de precios. Se produjo una deflación por incremento en los saldos de tesorería, pues la gente trataba de aumentar su efectivo en caja ante las quiebras

---

[533] Para consultar las políticas financieras del Tercer Reich, ver Fischer (1968, págs. 66–71). Para consultar los programas nazis de obras públicas, así como sus políticas financieras, ver también Stolper (1966, págs. 154–156, 169–173).

[534] Ver Stolper (1966, pág. 172).

bancarias. El gobierno decretó tasas salariales más bajas, lo que constituye una deflación de decreto de precios. Durante algún tiempo, se congelaron los depósitos bancarios, lo que implica que también se produjo una deflación confiscatoria.

En contraposición a las interpretaciones tradicionales, las políticas deflacionarias de Brüning no empeoraron la depresión. No obstante, algunas de sus otras políticas de intervención sí que inhibieron la recuperación. Entre ellas destacaron el rescate a los bancos y empresas, el aumento de impuestos, los aranceles agrícolas, las subvenciones y la reducción de los tipos de interés. Además, no avanzó lo suficiente con respecto a estas políticas deflacionarias. Entre los elementos que agravaron enormemente la depresión se encuentran la cantidad de inflación de crédito bancario, las tasas salariales elevadas obtenidas por medio de privilegios sindicales, el estado de bienestar y la obstaculización de la división internacional del trabajo. Tal y como ocurrió durante la deflación por crecimiento estadounidense, el rechazo a la deflación de precios en Alemania era mayor entre los deudores y las empresas no rentables, que deseaban recibir un rescate. Por tanto, los Junkers y los grandes industriales eran los mayores detractores de la deflación de precios.

Capítulo 6
Conclusión

En la presente tesis, he analizado la cuestión de si una deflación de precios podría considerarse, de forma científica, como un elemento perjudicial para la economía.

Se ha demostrado que la deflación de precios se convirtió en una cuestión teórica en períodos de caída de precios, como la experiencia sueca en el siglo dieciocho, desde el inicio de la suspensión del pago en especies en Gran Bretaña en 1797 hasta la década de 1830 o durante las políticas monetarias deflacionarias impuestas tras la Primera Guerra Mundial y durante la Gran Depresión. Tras la Segunda Guerra Mundial, la literatura dejó de analizar de forma minuciosa la cuestión de la deflación hasta que Japón experimentó una deflación de precios en la década de 1990, momento en el que surgió el temor a la deflación en los Estados Unidos y Europa.

Además, esas teorías de deflación estaban, a menudo, influidas por la miseria de aquellos que habían experimentado pérdidas en estos casos históricos particulares. Del mismo modo, algunos de los teóricos, tenían lazos, incluso, con los grupos de interés que habían experimentado tales pérdidas durante la deflación de precios y que habrían obtenido beneficio de una expansión monetaria. Este hecho puede explicar parte de la fobia a la deflación que se ha ido desarrollando a lo largo de los siglos. Esta fobia, tal y como el análisis ha demostrado, ha ido aumentando a lo largo de los siglos. Alcanzó su punto álgido en las décadas posteriores a la Segunda Guerra Mundial, cuando las teorías keynesianas imperaban en el mundo académico y en la política. Es posible que el objetivo principal de las políticas keynesianas fuera el de impedir una deflación de precios a toda costa.

Los economistas actuales perciben la deflación de forma menos negativa que los economistas del período keynesiano. No obstante, aún impera el miedo a que se dé una trampa de liquidez, mientras los economistas realizan considerables esfuerzos para encontrar formas de evitar esta supuesta «pesadilla». Como consecuencia del temor a la trampa de liquidez, ciertos economistas consideran que la deflación de precios es más peligrosa que la inflación de precios. Sin embargo, existen otros economistas que abogan por la estabilidad de precios y consideran tanto la inflación como la deflación de precios como algo perjudicial. Las deflaciones por crecimiento se definen y consideran, incluso, como deflaciones buenas. No obstante, las deflaciones por incremento en los saldos de tesorería o las deflaciones de crédito bancario se siguen considerando hoy en día como perjudiciales para la economía. Los economistas austríacos, como Murray Rothbard, no ven tantos problemas en una deflación de precios. Tan solo tratan de evitar la deflación monetaria en casos particulares, por ejemplo, en una reforma monetaria.

En el capítulo 3, he expuesto las distintas causas o tipos de deflación de precios. Una causa posible de la deflación de precios es el crecimiento económico. En una economía en crecimiento se producen más bienes y servicios. Cuando la producción adicional se intercambia por una oferta monetaria con un crecimiento más retardado, los precios tienden a caer. A este respecto, no importa si el crecimiento económico se debe a innovaciones, a un aumento de la división del trabajo, a un aumento de los ahorros netos o a una combinación de todos ellos.

Una segunda causa de la deflación de precios es el incremento en los saldos de tesorería. Los individuos aumentan su demanda de dinero. Desean poseer un saldo de tesorería mayor, (es decir, están dispuestos a pagar precios más altos por dinero). Como consecuencia, el poder adquisitivo del dinero tiende a aumentar. Existen varias

razones por las que se produce un aumento de la demanda de dinero. Es posible que aumente la demanda industrial de usos, aparte de los usos monetarios del dinero per se. También puede aumentar la demanda de intercambio, pues los individuos pueden considerar que su futuro se torna más incierto e intentar aumentar su saldo real de caja a fin de estar preparados para el futuro. A medida que los precios tienden a caer, estos individuos logran aumentar sus saldos reales de caja sin que se haya producido una alteración de la oferta monetaria. Es posible, además, que la gente desee acumular una mayor cantidad de su riqueza en forma del activo líquido del dinero. Por último, aquellos que prevén un aumento en el poder adquisitivo del dinero, demandan dinero. En este caso, la demanda especulativa de dinero aumenta y acelera la reducción de precios al nivel previsto.

Una tercera causa de la deflación de precios es que se produzca una deflación de crédito bancario. Generalmente, los créditos se restringen en períodos de recesión surgida tras un auge artificial provocado por una expansión crediticia. Estos créditos pueden limitarse bien porque los bancos se vuelvan más cautelosos, bien porque el banco central adopte una política monetaria más restrictiva o bien porque los depositantes traten de aumentar sus saldos de tesorería. Cuando, durante una recesión, los primeros créditos se echan a perder, podría iniciarse un proceso acumulativo. Los créditos se limitan aún más. Las empresas que dependen créditos adicionales caen en quiebra. Los precios de los activos caen debido a las quiebras y a la contracción crediticia. Los balances de empresas y bancos se deterioran debido a las bancarrotas y préstamos dudosos. La contracción crediticia o reducción de la oferta monetaria implica una tendencia a la caída de precios. A medida que los precios caen, aumenta la carga real de deuda. Las empresas altamente endeudadas caen en quiebra. Los depositantes, en algún punto, empiezan a dudar de la solvencia del sistema bancario y retiran sus depósitos. Este hecho obliga a los bancos a limitar los créditos

aún más. Los precios caen todavía más y la carga real de deuda sigue aumentando. Este proceso termina, a más tardar, tras el estallido de un pánico bancario, cuando el sistema bancario se ha desplomado y se han liquidado las inversiones fallidas del auge, amén de las empresas marginales. Naturalmente, en un sistema de dinero fiduciario, el banco central podría intentar detener, por medio de la inflación de la oferta monetaria, la caída de precios en cualquier momento de este proceso acumulativo.

Una última causa de la caída de precios es el estado. Cuando el estado provoca de forma directa una deflación de precios, ésta se considera una deflación fiduciaria. Existen tres tipos de deflación fiduciaria. En una deflación de decreto de precios, el estado decreta, simplemente, una reducción de precios. Por tanto, establece precios máximos. En una deflación monetaria coercitiva, el estado reduce la oferta monetaria de forma coercitiva de tres formas distintas. Puede, simplemente, destruir los impuestos recaudados en una deflación fiscal. También, puede emitir bonos de estado y destruir el dinero recaudado en una deflación de bonos o puede bloquear y confiscar los fondos monetarios en una deflación confiscatoria. Una deflación de moneda de curso legal, por medio del establecimiento de una moneda de curso legal, da lugar a una desmonetización de, al menos, otro medio de intercambio y, por tanto, reduce los precios que habrían imperado en caso contrario.

En el capítulo 4, he analizado las consecuencias de una deflación de precios. Una deflación de precios significa que los precios caen. Los compradores se benefician de esta caída de precios y los vendedores experimentan pérdidas cuando los precios se reducen. Todo individuo es comprador y vendedor. Las empresas también adquieren factores de producción y venden los productos que producen. Cuando caen los precios, la cuestión de qué empresas prosperarán y cuáles sufrirán, qué individuos se beneficiarán y cuáles experimentarán pérdidas, depende de la solidez relativa de la

caída de precios. La consecuencia más importante de una deflación de precios es, simplemente, que unos individuos o empresas se benefician y otros experimentan pérdidas. Se produce un cambio en las posiciones de riqueza relativa. Por ejemplo, se dará una redistribución favorable a los grupos con un ingreso fijo. Además, los acreedores ganan en detrimento de los deudores, pues la carga real de las deudas aumenta. Estos efectos distribucionales de una deflación de precio no son algo extraño. Cualquier cambio en la economía tiene los mismos efectos y su resultado depende de las habilidades empresariales de los individuos implicados. Además de este efecto principal, existen otras consecuencias de la deflación de precios. Durante una recesión, una deflación de precios puede acelerar la recuperación al acelerar la contracción crediticia. Las inversiones fallidas se liquidan más rápido, pues no los créditos no se renuevan. A medida que las empresas marginales caen en quiebra existe una mayor disponibilidad de recursos para otras empresas con proyectos de inversión viables. Además, la caída de precios podría dar lugar a pérdidas contables y a una caída en los precios de activos. Esto podría estimular el ahorro a fin de compensar estas pérdidas o porque la gente se considere más pobre. Otro posible efecto de una deflación de precios es la escisión de las rigideces de precios institucionales. Los individuos, que se beneficiarían en caso de eliminar los obstáculos a fin de permitir una caída de precios—por ejemplo, los salarios—abogarán por la aplicación de políticas que tengan por objetivo eliminar esas rigideces de precios.

Además, una deflación de precios puede derribar un sistema de banca con reserva fraccionaria. A medida que caen los precios, aumenta la carga real de deuda de las empresas. Si éstas no prevén este aumento, pueden caer en quiebra. Este hecho deteriora los balances de los bancos y suscita el proceso acumulativo que se ha descrito en el caso de que se produzca una contracción del crédito bancario. Cuando se produce una retirada masiva de depósitos bancarios que inicia un efecto

dominó de otras retiradas masivas de depósitos, la estabilidad del sistema de banca con reserva fraccionaria se ve amenazada. Si el banco central no interviene de forma certera, puede desencadenarse el pánico bancario. El sistema podría derrumbarse, lo que posibilitaría el surgimiento de un nuevo sistema monetario.

Del mismo modo, he señalado que el estado rechazará una deflación de precios, pues ésta reduce su poder. Durante una deflación de precios, la carga real de la deuda estatal aumenta y los gobiernos suelen estar altamente endeudados. Además, una deflación monetaria causa problemas para las finanzas estatales. Esto es así, porque los gastos estatales se financian, en gran parte, a través de la inflación monetaria.

Por último, una deflación continuada de precios cambia los hábitos de la población. Los individuos dependerán menos de la industria financiera y de los mercados financieros para preservar su riqueza, pues ésta aumenta de forma automática simplemente con acumular efectivo. Además, existen mitos generalizados con respecto a la deflación en la literatura y entre el público en general. Estos mitos han dado lugar a fuertes prejuicios anti-deflacionarios y los cinco mitos más importantes también se analizan en el Capítulo 4. En primer lugar, no existe elemento arbitrario alguno relativo a la redistribución que surge durante una deflación de precios.

El resultado depende de las habilidades empresariales de los participantes en el mercado. No obstante, si la deflación de precios se debe a la intervención estatal, se podría afirmar que esta intervención ha sido arbitraria e injusta.

Un segundo mito establece que la deflación de precios no altera necesariamente la producción. En realidad, sería posible estimular la producción a través de la purga del sistema financiero y del surgimiento de un sistema más sólido. Además, las quiebras implican un cambio de propiedad y la eliminación de deudas. Las quiebras no implican, necesariamente, una alteración de la producción. Si el proyecto de inversión es sólido, la producción saldrá

adelante. Además, los empresarios pueden prever la caída de precios y reducir sus precios de compra a fin de evitar pérdidas.

Un tercer mito sostiene que la deflación de precios da lugar a un caos. La estabilidad de precios sería lo único deseable. No obstante, los empresarios pueden calcular sus planes de negocios de forma certera en períodos de precios estables, crecientes o decrecientes. Siempre intentan prever el movimiento de aquellos precios que consideran relevantes. Naturalmente, los demagogos podrían utilizar la deflación de precios para abogar por cambios políticos.

Un cuarto mito asevera que la deflación de precios da lugar a un desempleo masivo. Esto no es cierto, pues tan solo las intervenciones estatales pueden impedir que los salarios se ajusten a la baja, lo que provoca, por tanto, desempleo involuntario.

La última falacia con respecto a la deflación de precios se refiere a la trampa de liquidez. Si los tipos de interés nominal se aproximaran a cero, las expectativas deflacionarias darían lugar a elevados tipos de interés real, lo que aumentaría el coste real del préstamo. Las inversiones se paralizarían. No obstante, las expectativas deflacionarias aceleran la deflación de precios. De hecho, los empresarios dejan de invertir hasta que caen los precios. Ellos reducen los precios. Como resultado, los precios caen de forma inmediata hasta el nivel previsto. Además, los diferenciales de precios entre los costes de adquisición y los ingresos de venta (o el tipo de interés natural) son cruciales para las decisiones de inversión. Por tanto, las inversiones no se ven necesariamente alteradas por las expectativas deflacionarias.

Los cinco mitos que se han analizado no demuestran que la deflación de precios deba evitarse. Estos cinco mitos no demuestran que exista algo inherentemente perjudicial en una deflación. Más bien, ello depende de la causa de la deflación de precios. La evaluación ética de una deflación de precios provocada por una intervención estatal puede diferir mucho

de la evaluación de una deflación de precios que resulte de las acciones de los individuos en el libre mercado.

El capítulo 4 concluye con una explicación del rechazo generalizado a la deflación de precios. Considero que las teorías falaces sobre la deflación han provocado, por sí mismas, un rechazo generalizado. A menudo, los individuos que experimentan pérdidas durante una deflación de precios son los que difunden esas teorías. El rechazo generalizado a la deflación que, a día de hoy, es más férreo que el rechazo a la inflación ha de explicarse por medio de sus efectos distribucionales. La redistribución es más evidente que en una inflación de precios. Además, las pérdidas recaen sobre menos hombros que las pérdidas en una inflación de precios. Del mismo modo, los individuos que experimentan pérdidas durante una deflación de precios normalmente están mejor organizados que aquellos individuos que experimentan pérdidas durante una inflación de precios. Es la clase económica dirigente, especialmente el estado, los bancos y las grandes empresas, la que está altamente endeudada y la que más puede perder durante una deflación de precios. Estas élites, a menudo, tienen el poder de evitar una deflación de precios, al menos en un sistema monetario fiduciario.

Muchas de estas percepciones teóricas se han ilustrado en los estudios de casos históricos del Capítulo 5. Por tanto, se han analizado varios tipos de deflación de precios mencionados con anterioridad. Durante la deflación estadounidense por crecimiento, no solo se produjo una deflación por crecimiento, sino también deflaciones de crédito bancario, deflación de moneda de curso legal y deflación de bonos. Durante la deflación alemana de crédito bancario, se produjo una deflación de crédito bancario con sus respectivos efectos acumulativos, amén de una deflación por incremento en los saldos de tesorería, una deflación confiscatoria y una deflación por decreto de precios. Así pues, la mayor parte de las causas de la deflación se han analizado de forma histórica. Del mismo modo, se han expuesto las consecuencias de la

deflación de precios. Se dieron redistribuciones, al tiempo que aumentaba el férreo rechazo a la caída de precios y el malestar social, además de la exigencia de aplicar políticas monetarias expansionistas. Estos hechos se produjeron incluso en Estados Unidos, donde se dio un crecimiento económico colosal. Ello se ha explicado con la referencia a los grupos de interés bien organizados que se habrían beneficiado mucho en una inflación monetaria. Durante la deflación del crédito bancario alemán, hubo muchas quiebras y se produjo una restructuración de la estructura de producción. La deflación de precios aceleró la recuperación. Nuevamente, los grupos de interés sospechosos, especialmente los agricultores endeudados, las empresas y los bancos, ejercieron presión para que se diera una inflación monetaria.

En resumen, el hecho de que la deflación no pueda considerarse como un elemento perjudicial para la economía supone una conclusión razonable. La caída de precios no es perjudicial. Por ejemplo, si caen los precios de los ordenadores de uso personal, los consumidores considerarán que esta caída es algo positivo. No ven la reducción de precios como un problema, sino que acogen de buena gana los precios más bajos. El principal efecto es una redistribución de la riqueza y el ingreso, pero no una alteración de la producción. Alguien podría afirmar, no obstante, que la deflación fiduciaria es perjudicial, pues el estado obliga a los ciudadanos a actuar de una manera en la que no quieren actuar. Por tanto, reduce su bienestar de forma forzosa. No obstante, la deflación de precios *per se* no es perjudicial, sino que puede tener ciertos efectos beneficiosos tales como la purga de las inversiones fallidas, amén de la liquidación de un sistema financiero endeble.

Una vez destacado el hecho de que la deflación de precios per se no puede considerarse como algo perjudicial, también se han de tener en cuenta las recomendaciones aportadas para evitar la deflación de precios. Los economistas que consideran la deflación de precios como perjudicial abogan, de forma

implícita o explícita, por la inflación, es decir, por una política monetaria expansionista. Incluso en el caso de asumir, por el bien del argumento, que una deflación de precios sería perjudicial, se debería analizar la cuestión de si la inflación no sería un mal aún mayor. Esta inflación también daría lugar a una redistribución de la riqueza y alteraría el sistema de precios en función de a qué lugar accede el nuevo dinero dentro de la economía. Si el nuevo dinero accede al mercado de préstamos y el tipo de interés se reduce de forma artificial, la política monetaria expansionista resultará en inversiones fallidas y en el despilfarro de los escasos recursos de la sociedad. Los precios estables al consumidor podrían llevar a equívoco a los responsables políticos y economistas en lo concerniente a la alteración de la estructura de producción. La inflación monetaria altera la estructura de producción con independencia al hecho de que los precios al consumidor podrían permanecer relativamente estables. Por tanto, tarde o temprano, el reajuste de la estructura de producción durante una recesión implicará penurias sociales.

Además, la inflación anti-deflacionaria puede dar lugar a burbujas de precios de activos e inestabilidad financiera. Por tanto, la recomendación de luchar contra la deflación de precios por medio de la inflación monetaria tiene consecuencias fatales. En resumen, incluso en el caso de poder demostrar que la deflación de precios es perjudicial-lo que, de acuerdo a este estudio, es imposible-, sería difícil demostrar que ésta sería más perjudicial que su medicina prescrita: la inflación.

Bibliografía

Achinstein A (1961) Economic fluctuations. In: Harris SE (ed) American economic history. McGraw-Hill, New York, pp 162–180

Ahamed L (2009) Lords of finance—The bankers who broke the world. Penguin Press, New York

Ahearne AG, Gagnon JE, Haltmaier J, Kamin SB, Erceg CJ, Faust J, Guerrieri L, Roush JE, Rogers JH, Sheets N, Wright JH (2002) Preventing deflation: lessons from Japan's experience in the 1990s. International finance discussion paper 729, Research paper series—FEDS papers. Board of Governors of the Federal Reserve System, Washington, DC

Aldcroft DH (1978) Die zwanziger Jahre—Von Versailles zur Wall Street 1919-1929 (trans: Bauer HW, Quenzer G, Seip G). Deutscher Taschenbuchverlag, Munich

Anderson BM (1979) Economics and the public welfare—a financial and economic history of the United States, 1924-46, 2nd edn. Liberty Press, Indianapolis, IN

Anderson BM [1917] (2000) The value of money. Libertarian Press, Grove City, PA (reprint).

Andrews B (1895) The fall of prices—the cause and the cure. In: White T (ed) Silver and gold: or, Both sides of the shield; A symposium of the view of all parties on the currency question as expressed by their leading advocates, thoroughly expounding the doctrines of free silver, monometalism and bi-metalism, with all arguments, pro. and con. From the pens of John Sherman, Wm. B. Allison, John G. Carlisle… and others. Publisher's Union, Philadelphia, pp 301–30

Angell JW (1929) The recovery of Germany. Published for the Council on Foreign Affairs. Yale University Press, New Haven

Attwood T [1819] (1964) A letter to the earl of liverpool on the reports of the committies of the two houses of parliament on the questions of the bank restriction act. In: Fetter FW (ed) Selected economic writings of Thomas Attwood. The London School of Economic and Political Science, London

Bagus P (2003) Deflation—when Austrians become interventionists. Quart J Aust Econ 6(4): 19–35

Bagus P (2009) The quality of money. Quart J Aust Econ 12(4):22–45

Bagus P, Howden D (2009) The legitimacy of loan maturity mismatching: a risky, but not fraudulent, undertaking. J Bus Ethics 90(3):399–406

Bagus P, Howden D (2011) Monetary equilibrium and price stickiness: causes, consequences and remedies. Rev Aust Econ 24(4):383–402

Bagus P, Howden D (2012a) The continuing continuum problem of deposits and loans. J Bus Ethics 106(3):295–300

Bagus P, Howden D(2012b) Monetary equilibrium and price stickiness: a rejoinder. Rev Aust Econ 25(3):271–77

P. Bagus, In Defense of Deflation, Financial and Monetary Policy Studies 41, DOI 10.1007/978-3-319-13428-4

Bagus P, Howden D (2013) Some ethical dilemmas of modern banking. Bus Ethics Eur Rev 22(3): 235–245

Bagus P, Howden D, Block W (2013) Deposits, loans and banking: clarifying the debate. Am J Econ Sociol 72(3):627–644

Barrett DC (1931) The Greenbacks and resumption of specie payments, 1862-1879. Harvard University Press, Cambridge, MA

Bartsch M, Henry E (2005) Brünings Wirtschaftspolitik: Maßnahmen—Handlungsspielräume— Alternativen; Eine Retrospektive zur Borchardt-Kontroverse -. Dresden: Sächsische Landesbibliothek—Staats- und Universitätsbibliothek Dresden. http://nbnresolving.de/urn:nbn:de:swb:14-1139911732466-76552. Accessed 1 Aug 2007.

Bemis EW (1893) The discontent of the farmer. J Polit Econ 1(2):193–213

Bernanke BS (1981) Bankruptcy, liquidity, and recession. The American Economic Review, papers and proceedings of the ninety-third annual meeting of the American Economic Society, 71(2): 155–159
Bernanke BS (2002) Deflation: making sure 'It' Doesn't Happen Here, speech before the National Economists Club, November 21. Washington, DC
Boianovsky M (1998) Wicksell on deflation in the early 1920s. Hist Polit Econ 30(2):219–275
Boianovsky M (2004) The IS-LM model and the liquidity trap concept: from Hicks to Krugman. Hist Polit Econ 36(Annual Suppl): 92–126.
Bombach G (1976) Einleitung. In: Bombach G, Ramser H-J, Timmermann M, Wittmann W (eds) Der Keynesianismus II—Die beschäftigungspolitische Diskussion vor Keynes in Deutschland, Dokumente und Kommentare. Springer, Berlin, pp 1–8
Borchardt K (1979) Zwangslagen und Handlungsspielräume in der großen Weltwirtschaftskrise der frühen dreißiger Jahre: Zur Revision des überlieferten Geschichtsbildes. Jahrbuch der Bayerischen Akademie der Wissenschaften: 85–132
Borchardt K (1982) Wachstum, Krisen, Handlungsspielräume der Wirtschaftspolitik: Studien zur Wirtschaftsgeschichte d. 19. u. 20. Jh. Vandenhoek und Ruprecht, Göttingen
Borchardt K (1991) Einleitung. In: Borchardt K, Schötz O (eds) Wirtschaftspolitik in der Krise—die (Geheim-)Konferenz der Friedrich List-Gesellschaft im September 1931 über Möglichkeiten und Folgen einer Kreditausweitung. Nomos Verlag, Baden-Baden, pp 17–50
BordoMD, FilardoAJ (2005) Deflation and monetary policy in a historical perspective: remembering the past or being condemned to repeat it? Econ Policy 20(44):799–844
Bordo MD, Redish A (2004) Is deflation depressing? Evidence from the classical gold standard. In: Burdekin RCK, Siklos PL (eds, 2004a) Deflation: current and historical perspectives. Cambridge University Press, Cambridge, pp 197–217
Bordo MD, Lane JL, Redish A (2004) Good versus bad deflation: lesson from the gold standard era. NBER working paper no. 10329.
Borio C, Filardo AJ (2004) "Back to the future? Assessing the deflation record." BIS working papers no. 152
Born KE (1967) Die deutsche Bankenkrise 1931—Finanzen und Politik. R. Piper, Munich
Bresciani-Turroni C (2007) The economics of inflation: a study of currency depreciation in postwar Germany. Ludwig von Mises Institute, Auburn, AL
Bryan MF (1997) On the origin and evolution of the word inflation. Cleveland, Federal Reserve Bank of Buchheim C (2002) The 'Crisis Before the Crisis'—the export engine out of gear. In: James H (ed) The interwar depression in an international context. Oldenbourg Verlag, Munich, pp 113–122
Burdekin RCK, Siklos PL (2004a) Deflation: current and historical perspectives. Cambridge University Press, Cambridge
Burdekin RCK, Siklos PL (2004b) Fears of deflation and the role of monetary policy: some lessons and an overview. In: Burdekin RCK, Siklos PL (eds, 2004a) Deflation: current and historical perspectives. Cambridge: Cambridge University Press, Cambridge, pp 1–27
Bye RT (1944) Principles of economics, 4th edn. F.S.Crofts & Co., New York
Cantillon R [1755] (1959) Essai sur la nature du commerce en général (trans. and ed: Higgs H). Frank Cass & Company, London
Cargill TF (1979) Clark Warburton and the development of monetarism since the great depression. Hist Polit Econ 11(3):425–449
Cargill TF (2001) Monetary policy, deflation, and economic history: lessons for the bank of Japan. Monetary Econ Stud 19(Special Issue): 113–134.
Carlson A (2003) What has government done to our families? Mises.org Daily Article, January 5. http://www.mises.org/story/1406/. Accessed 21 Nov 2006
Christiernin PN [1761] (1971) Lectures on the high price of foreign exchange in Sweden (trans. and ed: Eagly RV). American Philosophical Society, Philadelphia
Colander DC (1995) Economics, 2nd edn. Irwin, Chicago

Coppock DJ (1961) The causes of the great depression, 1873-96. Manchest School Econ Soc Stud 29:205–232
Davis JH(2006)An improved annual chronology ofU.S. business cycles since the 1790s. J Econ Hist 66(1):103–121
Davis LE, North DC (1971) Institutional change and American economic growth. Cambridge University Press, Cambridge
Davis LE, Hughes JRT, McDougall DM (1965) American economic history. R.D. Irwin, Homewood, IL
DeLong BJ (1999) Why we should fear deflation. Brook Pap Econ Act 30(1):225–241
Deutsche Bundesbank (1976) Deutsches Geld- und Bankwesen in Zahlen 1876-1975. Knapp, Frankfurt am Main
Dewey DR (1907) Financial history of The United States, 3rd edn. Longmans, Green, and Co., New York
Dickey GE (1977) Money, prices and growth: the American experience. Arno Press, New York
Dowd K (1995) Deflating the productivity norm. J Macroecon 17(4):717–732
Eatwell J, Milgate M, Newman P (eds) (1987) The New Palgrave: a dictionary of economics. Macmillan Press, London
Ekelund RB Jr, Tollison RD (2001) The interest-group theory of government. In: Shughart WF II, Razzolini L (eds) The Elgar companion to public choice. Edward Elgar, Cheltenham, UK
Elliot JR (1890) American farms: their condition and future. Putnam's Sons, New York
Emerick CF (1896) An analysis of agricultural discontent in the United States I. Polit Sci Quart 11(3):433–463
Emerick CF (1897) An analysis of agricultural discontent in the United States III. Polit Sci Quart 12(1):93–127
Faulkner HU (1924) American economic history. Harper & Brothers Publishers, New York and London
Fekete AE (1986) Deflation: retrospect and prospect. Monograph #45, April. Committee for Monetary Research and Education. http://www.shoemakerconsulting.com/GoldisFreedom/Archives/deflationretropro.htm. Accessed 20 Aug 2007
Fekete AE (1996) Whither gold? Foundation for the advancement of monetary education, New York. http://www.fame.org/HTM/Fekete_Anatal_Whither_Gold_AF-001-B.HTM. Accessed 5 Oct 2007.
Fels R (1949) The long-wave depression, 1873-97. Rev Econ Stat 31(1):69–73
Fels R (1951) American business cycles, 1865-79. Am Econ Rev 41(3):325–349
Fels R (1959) American business cycles 1865-1897. The University of North Carolina Press, Chapel Hill, NC
Ferguson A (2010) When money dies. The nightmare of deficit spending, devaluation, and hyperinflation in Weimar Germany. PublicAffairs, New York
Fetter FW (1942) The life and writings of John Wheatley. J Polit Econ 50(3):357–376
Fetter FW (ed) (1964) Selected economic writings of Thomas Attwood. The London School of Economics and Political Science, London
FischerW (1968) Deutsche Wirtschaftspolitik 1918-1945, 3rd exp. edn. C.W. Leske Verlag,Opladen
Fisher I (1928) The money illusion. Adelphi, New York
Fisher I (1933) The debt-deflation theory of great depressions. Econometrica 1(4):337–357
Fisher I (1945) 100% money, 3rd edn. City Printing Co., New Haven, CT
Folsom BW Jr (2003) The myth of the robber barons—a new look at the rise of big business in America, 4th edn. Young America's Foundation, Herndon, VA
Friedman M (1968) The role of monetary policy. Am Econ Rev 58(1):1–17
Friedman M (1969) The optimum quantity of money. In: Friedman M (ed) The optimum quantity of money and other essays. Aldine, Chicago, pp 1–50
Friedman M (1990) The crime of 1873. J Polit Econ 98(6):1159–1194

Friedman M, Schwartz AJ (1971) A monetary history of the United States 1867-1960. Princeton University Press, Princeton, NJ
Garrison R (2001) Time and money. the macroeconomics of capital structure. Routledge, London
Gesell S (2003) Die natürliche Wirtschaftsordnung, Online ed. of 9th edn. (differently formatted). Rudolf Zitzmann Verlag, Verlauf. http://userpage.fu-berlin.de/~roehrigw/gesell/nwo/nwo.pdf. Accessed 17 Apr 2007
Giffen RS (1971) Economic inquiries and studies, vol I. Irish University Press, Shannon
Goodfriend M (2000) Overcoming the zero bound on interest rate policy. J Money Credit Bank 32(4):1007–1035
Goodfriend M (2001) Financial stability, deflation, and monetary policy. Working paper 01-01. Federal Reserve Bank of Richmond
Goodwyn L (1978) The populist movement, a short hisotry of the agrarian revolt in America. Oxford University Press, New York
Gossweiler K (1971) Großbanken, Industriemonopole, Staat—O ̈ konomie und Politik des staatsmonopolistischen Kapitalismus in Deutschland 1914-1932. VEB Deutscher Verlag der Wissenschaften, Berlin
Hahn AL (1956) Common sense economics. Abelard-Schumann, New York
Hamburger M (1933) Deflation und rechtsordnung. J. Bensheimer, Mannheim
Hamilton EJ (1952) Prices as a factor in business growth: prices and progress. J Econ Hist 12(4): 325–349
Hayek FA von (1937) Economics and knowledge. Economica 4:33–54
Hayek FA von (1939) Prices and production, 2nd edn. Routledge, London
Hayek FA von (1945) The use of knowledge in society. Am Econ Rev 35(4):519–530
Hayek FA von (1979) Unemployment and monetary policy. Cato Institute, San Francisco
Hayek FA von [1931] (1966) Prices and production. Augustus M. Kelley, New York (reprint)
Hicks JR (1937) Mr. Keynes and the 'Classics': a suggested interpretation. Econometrica 5(2): 147–59
Hicks JR (1946) Value and capital, 2nd edn. Clarendon Press, Oxford
Higgs R (1997) Regime uncertainty—why the great depression lasted so long and why prosperty resumed after the war. Indepen Rev 1(4):561–590
Hoppe H-H (2001) Democracy the god that failed. Transaction Publisher, New York
Hoppe HH (2009) 'The yield from money held' reconsidered. N Perspect Polit Econ 5(2):129–136
Horwitz S (2000) Microfoundations and macroeconomics: an Austrian perspectives. Routledge, New York
Hoxie RF (1893) The silver debate of 1890. J Polit Econ 1(1):535–587
Huerta de Soto J (2001) Socialismo, Calculo Economico y Funcion Empresarial, 2nd edn. Unión Editorial, Madrid
Huerta de Soto J (2003) "The theory of dynamic efficiency". In: Backhaus JG, Heijmann W, Nentjes A, van Ophem J (eds) Economic policy in an orderly framework, Liber amicorum for Gerrit Meijer. Lit Verlag, Münster, pp 231–254
Huerta de Soto J (2006a) Money, bank credit, and economic cycles. Ludwig von Mises Institute, Auburn, AL
Huerta de Soto J (2006b) Dinero, Crédito Bancario Y Ciclos Económicos, 3rd edn. Unión Editorial, Madrid
Hülsmann JG (1998) Toward a general theory of error cycles. Q J Aust Econ 1(4):1–23
Hülsmann JG (1999) Discursive rationality and the division of labour: how cooperation emerges. Am J Econ Sociol 58(4):713–727
Hülsmann JG (2003a) Optimal monetary policy. Quart J Aust Econ 6(4):37–60
Hülsmann JG (2003b) Deflation and liberty. Working paper.
Hülsmann JG (2004) Legal tender laws, and fractional reserve banking. Quart J Aust Econ 18(3): 33–55
Hülsmann JG (2006) The ethics of money production. Ludwig von Mises Institute, Auburn, AL
Hülsmann JG (2008) Deflation and liberty. Ludwig von Mises Institute, Auburn, AL

Hülsmann JG (2009) "The Demand for Money and the Time-Structure of Production." In:
Hülsmann JG, Kinsella S (eds) Property, freedom, society. Essays in honor of Hans-Hermann Hoppe. Ludwig von Mises Institute, Auburn, AL, pp 309–324

Hülsmann JG (2013) Krise der Inflationskultur. FinanzBuchVerlag, Munich

Hume D [1752] (1826a) Of money. In: The philosophical works of David Hume, including all the essays, and exhibiting the more important alterations and corrections in the successive editions published by the author, vol III. Adam Black, William Tait and Charles Tait, Edinburgh, pp 317–332

Hume D [1752] (1826b) Of the balance of trade. In: The philosophical works of David Hume, including all the essays, and exhibiting the more important alterations and corrections in the successive editions published by the author, vol III. Adam Black, William Tait and Charles Tait, Edinburgh, pp 348–367

Humphrey TM (2004) Classical deflation theory. Federal Res Bank Richmond Econ Quart 90(1): 11–32

Hutt WH (1956) The yield of money held. In: Sennholz M (ed) On freedom and free enterprise: essays in the honor of Ludwig von Mises presented on the occasion of the fiftieth anniversary of his doctorate February 20, 1956. Van Nostrand, Princeton, NJ, pp 196–216

Hutt WH (1977) The theory of idle resources, a study in definition, 2nd edn. Liberty Press, Indianapolis, IN

Hutt WH (1979) The Keynesian episode. Liberty Press, Indianapolis, IN

Hutt WH (1995) The significance of price flexibility. In: Hazlitt H (ed) The critics of Keynesian economics, 2nd edn. The Foundation for Economic Education, New York, pp 386–403

Issing O (2002) The Euro after four years: is there a risk of deflation? Speech at 16th European Finance Convention, London, December 2

James H (2002) Introduction. In: James H (ed) The interwar depression in an international context, VII–XV. Oldenbourg Verlag, Munich

Jochmann W (1978) Brünings Deflationspolitik and der Untergang der Weimarer Republik. In: Stegmann D (ed) Industrielle Gesellschaft und politisches System: Beiträge zur politischen Sozialgeschichte; Festschrift für Fritz Fischer zum 70. Geburtstag. Verlag Neue Gesellschaft, Bonn

Jones GO (1884) More money and less misery! Pamphlets in American history: Microfilming Corp. of America

Kazin M (1998) The populist persuasion. An American history. Cornell University Press, Ithaca, NY

Keiser G, Benning B (1931) Kapitalbildung und Investitionen in der deutschen Volkswirtschaft. Vierteljahreshefte zur Konjunkturforschung. Sonderheft 22, Berlin

Kent RP (1966) Money and banking. Holt, Rinehart and Winston Inc., New York

Keynes JM (1963) Essays in persuasion. W.W. Norton & Company, New York

Keynes JM [1923] (2000) A tract on monetary reform. Prometheus Books, Amherst, NY

Keynes JM [1925] (1963) The economic consequences of Mr. Churchill. Reprinted in Essays in persuasion. W.W. Norton & Company, New York, pp 244–270 (The original essay was printed in pamphlet form, with eds. Leonard Woolf and Virginia Woolf at the Hogarth Press)

Keynes JM [1930] (1971) A treatise on money. In Two Volumes. 1 The Pure Theory of Money. In The collected writings of John Maynard Keynes, vol 22. Cambridge University Press, New York

Keynes JM [1931] (1963) The consequences to the banks of the collapse of money values. In Essays in persuasion. W.W. Norton & Company, New York, pp 168–178

Keynes JM [1936] (1964) The general theory of employment, interest, and money. Harcourt, Brace & World, New York

Kindleberger CP (1987) The world in depression 1929-1939. Pelican Books, London

Kindleberger CP, Aliber RZ (2005) Manias, panics, and crashes. A history of financial crises. John Wiley, New Jersey

King M (1994) Presidential address: debt deflation: theory and evidence. Eur Econ Rev 38(3–4): 419–445

Korsch A (1981) Der Stand der beschäftigungspolitischen Diskussion zur Zeit der Weltwirtschaftskrise in Deutschland. In: Bombach G, Ramser H-J, Timmermann M, Wittmann W (eds) Der Keynesianismus I—Theorie und Praxis keynesianischer Wirtschaftspolitik, Entwicklung und Stand der Diskussion. Springer, Berlin, pp 9–132
Krugman PR (1998) It's Baaack: Japan's slump and the return of the liquidity trap. Brook Pap Econ Act 29(2):137–187
Krugman PR (1999) Can deflation be prevented. http://web.mit.edu/krugman/www/deflator.html. Accessed 1 Aug 2007
Kumar MS, Baig T, Decressin J, Faulkner-MacDanagh C, Feyziogulu T (2003) Deflation: determinants, risks, and policy options. Occasional paper 221. IMF
Kuznets S (1961) Capital in the American economy: its formation and financing. Princeton University Press, Princeton, NJ
Kuznets S [1960] (1965) Population change and aggregate ouput. In: Economic growth and structure. W.W. Norton & Company, New York, pp 123–131 (The essay was first printed inDemographic and economic change in developed countries. Princeton University Press, Princeton, NJ)
Laidler D (1992) Deflation. In: Eatwell J, Milgate M, Newman P (eds) The New Palgrave dictionary of money and finance, vol 1. Macmillan Press, New York
Laidler D (2000) Highlights of the bullionist controversy. Working paper 20002. University of Western Ontario
Laughlin LJ (1887) Gold and prices since 1873. Q J Econ 1(3):319–355
Laughlin LJ (1968) The history of bimetallism in the United States, 4th edn. Greenwood Press, New York
League of Nations (1935) World production and prices: 1925-1934. League of Nations, Economic Intelligence Service, Geneva
League of Nations (1944) International currency experience. League of Nations, Princeton, NJ
Leigh D (2004) Monetary policy and the dangers of deflation: lessons from Japan. Economics working paper archive 511. The Johns Hopkins University
Locke J [1691] (1824) Economic writings and two treatises of government (I). Vol. 4 of the works of John Locke, 12th edn. Rivington, London
Lüke RE (1958) Von der Stabilisierung zur Krise. Polygraphischer Verlag, Zurich
Manley T (1669) Usury at six per cent examined. London: Thomas Ratcliffe and Thomas Daniel.
Marshall A [1890] (1920) Principles of economy, 8th edn. Macmillan, London
McClean HS (1895) The quantity of money and prices, 1860-1891. J Polit Econ 3(2):145–168
Meltzer AH (2000) Monetary policy in the new global economy: the case of Japan. Cato J 20(1): 69–72
Menger C (1871) Grundsätze der Volkswirthschaftslehre. Wilhelm Braumüller, Vienna
Mill JS (1844) The currency question. Westminst Rev 41:579–98
Mill JS [1848] (1965) Principles of political economy with some of their applications to social philosophy, Bk. 1-5. University of Toronto Press, Toronto
Miller MH, Upton CW (1986) Macroeconomics a neoclassical introduction. University of Chicago Press, Chicago
Mises L von (1924) Theorie des Geldes und der Umlaufsmittel, 2nd edn. Duncker und Humblot, Munich
Mises L von (1931) Die Ursachen der Wirtschaftskrise: Ein Vortrag. J.C.B. Mohr (Paul Siebeck), Tübingen
Mises L von (1932) Die Gemeinwirtschaft—Untersuchungen über den Sozialismus, 2nd edn. Gustav Fischer, Jena
Mises L von (1933) Der Stand und die nächste Zukunft der Konjunkturforschung. In: Clausing G (ed) Festschrift für Arthur Spiethoff. Duncker & Humblodt, Munich, pp 175–180
Mises L von (1978) On the manipulation of money and credit (trans. and eds: Greaves BB, Greaves PL Jr). Freemarket Books, Dobbs Ferry, NY
Mises L von (1981) Theory of money and credit (trans: Batson HE). LibertyClassics, Indianapolis, IN

Mises L von (1990) In: Ebeling R (ed) Money, method and the market process: essays by Ludwig von Mises. Kluwer Academic Publishers, Norwell, MA

Mises L von (1998) Human action: a treatise on economics. Scholar's edition. Ludwig von Mises Institute, Auburn, AL

Mitchell WC (1903) A history of the greenbacks with special reference to the economics consequences of their issue: 1892-1895. The University of Chicago Press, Chicago

Mitchell WC (1927) Business cycles: the problem and its setting. NBER studies in business cycles, vol 1. NBER, New York

Musson AE (1959) The great depression in Britain, 1873-1896: a reappraisal. J Econ Hist 19(2): 199–228

Nevalainen A (2007) COINflation. http://www.coinflation.com/. Accessed 14 Oct 2007

Newman P (2012) The long depression of 1873-1879: an Austrian examination. Winning essay of society for the development of Austrian economics' 2012 Carl Menger Essay Contest

North DC (1961) The United States in the international economy. In: Harris SE (ed) American economic history. McGraw-Hill, New York, pp 1790–1950

Nugent WTK (1967) The money question during reconstruction. Norton & Company, New York

Nugent WTK (1968) The tolerant populists; Kansas, populism and nativism. The University of Chicago Press, Chicago

Nussbaum M (1978) Wirtschaft und Staat in Deutschland während der Weimarer Republik. Topos Verlag, Vaduz

Olson M (1971) The logic of collective action: public goods and the theory of groups. Harvard University Press, Cambridge

Palyi M (1972) The twilight of gold, 1914-1936, myths and realities. Henry Regnery, Chicago

Patch WL Jr (1998) Heinrich Brüning and the dissolution of the Weimar republic. Cambridge University Press, Cambridge

Pigou AC (1943) The classical stationary state. Econ J 53(212):343–351

Rallo JR (2005) Utilidad marginal y liquidez. Juan de Mariana Daily Article, September 2. http://www.juandemariana.org/comentario/254/utilidad/marginal/liquidez/. Accessed 16 Jun 2006

Rallo JR (2006) La Gran Depresión. Paper presented at the Juan de Mariana Institute, December 15

Rallo JR (2012) Los errores de la vieja economı´a. Una refutación de la teorı´a general del empleo, el interés y el dinero de John Maynard Keynes. Unión Editorial, Madrid

Reisman G (1999) Capitalism: a treatise on economics. Jameson Books, Ottawa, IL

Rezneck S (1950) Distress, relief, and discontent in the United States during the depression 1873-78. J Polit Econ 58(6):494–512

Rezneck S (1953) Unemployment, unrest, and relief in the United States during the depression of 1893-1897. J Polit Econ 61(4):324–345

Rezneck S (1956) Pattern of thought and action in an American depression, 1882-86. Am Hist Rev 61(2):284–307

Ricardo D [1810] (2004) The high price of Bullion. In: The works and correspondence of David Ricardo: Pamphlets and papers 1809-1811, vol 3, ed. Piero Sraffa with the collaboration of M.H. Dobb. Liberty Fund, Indianapolis, IN, pp 47–127

Ricardo D [1816] (2004) Proposals for an economical and secure currency. In: The works and correspondence of David Ricardo: Pamphlets and papers 1815-1823, vol 4, ed. Piero Sraffa with the collaboration of M.H. Dobb. Liberty Fund, Indianapolis, IN, pp 43–141

Ricardo D [1817] (1973) On the principles of political economy and taxation. Dent & Sons, Dutton

Ricardo D [1821] (2004) Ricardo to Wheatley. In: Sraffa P (ed) The works and correspondence of David Ricardo: letters July 1821-1823, vol 9. Liberty Fund, Indianapolis, IN, pp 71–74.

Rist C (1966) History of monetary and credit theory: from John Law to the present day. (trans: Degras J). Augustus M. Kelley, New York

Ritschl A (2002) International capital movements and the onset of the great depression: some international evidence. In: James H (ed) The interwar depression in an international context. Oldenbourg Verlag, Munich, pp 1–14
Ritter G (1997) Goldbugs and greenbacks: the antimonopoly tradition and the politics of finance in America. Cambridge University Press, New York
Rockoff H (1990) The "Wizard of the Oz" as a Monetary Allegory. J Polit Econ 98(4):739–760
Röpke W (1995) The economics of full employment. In: Henry H (ed) The critics of Keynesian economics, 2nd edn. The Foundation for Economic Education, New York, pp 362–385
Rothbard MN (1976) Deflation reconsidered. In: Corbin P, SabrinM(eds) Geographical aspects of inflationary processes, vol I. Redgrave Publishing, Pleasantville, NY, pp 35–41
Rothbard MN (1990) What has government done to our money, 3rd edn. Ludwig von Mises Institute, Auburn, AL
Rothbard MN (1991) The case for a 100 percent gold dollar. Ludwig vonMises Institute, Auburn,AL
Rothbard MN (1995) Deflation, free or compulsory. In: Making economic sense. Ludwig von Mises Institute, Auburn, AL, pp 237–240
Rothbard MN (1998) The ethics of liberty, 2nd edn. New York University Press, New York
Rothbard MN (2000) America's great depression, 5th edn. Ludwig von Mises Institute, Auburn, AL
Rothbard MN (2001) Man, economy and state: a treatise on economic principles. Ludwig von Mises Institute, Auburn, AL (reprint)
Rothbard MN (2002) A history of money and banking in the United States: The colonial Era to World War II. Ludwig von Mises Institute, Auburn, AL
Rothbard MN (2003) An Austrian taxonomy of deflation: with applications to the U.S. Quart J Aust Econ 6(4):81–109
Rothbard MN (2006a) Economic thought before Adam Smith: an Austrian perspective of economic thought, vol I. Ludwig von Mises Institute, Auburn, AL
Rothbard MN (2006b) Classical economics. An Austrian perspective on the history of economic thought, vol II. Ludwig von Mises Institute, Auburn, AL
Rueff J (1947) The fallacies of Lord Keynes general theory. Quart J Econ 61(3):343–367
Salerno JT (2001) Does the concept of secular growth have a place in capital-based macroeconomics? Quart J Aust Econ 4(3):43–61
Salerno JT (2003) An Austrian taxonomy of deflation – with applications to the US. Q J Aust Econ 6(4):81–109
Sargent T, Wallace N (1976) Rational expectations and the theory of economic policy. J Monet Econ 2(2):169–183
Say J-B (1845) A treatise on political economy: of the production, distribution and consumption of wealth (transl. from the 4th French ed. by C.R. Princep). Grigg & Elliot, Philadelphia
Schacht H (1931) Das Ende der Reparationen. Gerhard Stalling, Oldenburg
Schumpeter J (1929) Grenzen der Lohnpolitik. Der Deutsche Volkswirt 3(26):847–851
Scrope PG [1833] (1969) Principles of political economy. Deduced from the natural laws of social welfare and applied to the present state of Britain. Augustus M. Kelley, New York (reprint)
Selgin G (1995) The "Productivity Norm" versus zero inflation in the history of economic thought. Hist Polit Econ 27(4):705–735
Selgin G (1997) Less than zero: the case for a falling price level in a growing economy. The Institute for Economic Affairs, London
Selgin G (1999) Hayek versus Keynes on how the price level ought to behave. Hist Polit Econ 31(4):699–722
Shannon FA (1945) The farmer's last Frontier: agriculture, 1860-1897. Harper & Row, New York
Shannon FA (1957) American farmers' movement. D. Van Nostrand Company, Princeton, NJ
Shields RE (1977) Economic growth with price deflation. Arno Press, New York
Shiratsuka S (2000) Is there a desirable rate of inflation? IMES discussion paper series 2000-E-32. Bank of Japan, Tokyo

Siegel JJ (1998) Stocks for the long run, 2nd rev. edn. McGraw-Hill, New York
Síma J (2002) Deflation—an underlying feature of healthy economy. Working paper, 1/2002. Economic Faculty of Prague
Skidelsky R (2002) The Great Depression: Keynes's Perspective. In: Harold J (ed) The interwar depression in an international context. Oldenbourg Verlag, Munich, pp 99–112
Smith VC (1990) The rational of central banking and the free banking alternative. Liberty Press, Indianapolis, IN
Smith A [1776] (1976) An inquiry into the nature and causes of the wealth of nations. In: Campbell RH, Skinner AS (eds) The glasgow edition. Liberty Press, Indianapolis, IN
Somary F (1959) Erinnerungen aus meinem Leben. Manesse Verlag, Zürich
Stamp J (1932) Papers on gold and the price level. P.S. King & Son, London
Statistisches Bundesamt (1972) Bevölkerung und Wirtschaft 1872-1972. Kohlhammer, Stuttgart
Stiglitz JE (1993) Economics. W.W. Norton & Company, New York
Stock CMN (1996) Rural radicals: righteous rage in the American Grain. Cornell University Press, Ithaca, NY
Stolper G (1966) Deutsche Wirtschaft seit 1870. Continued by Karl Häuser and Knut Borchardt, 2nd rev. edn. J.C.B. Mohr (Paul Siebeck), Tübingen
Strigl R von (1934) Kapital und Produktion. Julius Springer, Vienna
StuckenR(1953)DeutscheGeld- und Kreditpolitik: 1914-1953, 2nd edn. J.C.B.Mohr (Paul Siebeck), Tübingen
Studenski P, Kroos HE (1963) Financial history of the United States, 2nd edn. McGraw-Hill, New York
Svensson LEO (2003) Escaping from a liquidity trap and deflation: the foolproof way and others. J Econ Perspect 17(4):145–166
Svensson LEO (2000) How should monetary policy be conducted in an era of price stability? NBER working paper 7516. Cambridge, MA
Taussig FW (1892) The silver situation in the United States. Publ Am Econ Assoc 7(1):7–118
Taylor JB (2001) Low inflation, deflation, and policies for future price stability. Monetary and economic studies (special edition). Institute for Monetary and Economic Studies, Bank of Japan
Thornton M (2003) Apoplithorismosphobia. Quart J Aust Econ 6(4):5–18
ThorntonH [1802] (1978) An enquiry into the nature and effects of the paper credit of Great Britain. Augustus M. Kelley, New Jersey, NY (reprint)
Thorp WL (1926) Business annals. NBER, New York
Torrens R (1834/1970) On wages and combinations. Reprints of economic classics. A.M. Kelley, New York
Tullock G (1967) The welfare costs of tarifs, monopolies and theft. West Econ J 5(3):224–32
Unger I (1962) Business men and specie resumption. Polit Sci Quart 74(1):46–70
Unger I (1964) The Greenback Era, a social and political history of American finance, 1865-1879. Princeton University Press, Princeton, NJ
US Department of Commerce (1975) Historical statistics of theUnited States. Colonial times to 1970. Government Printing Office, Washington, DC
Viner J (1975) Studies in the theory of international trade. August M. Kelley, Clifton, NJ (reprint)
Wagemann E (ed) (1935) Konjunkturstatistisches Handbuch 1936. Institut fü r Konjunkturforschung. Hanseatische Verlagsanstalt Hamburg, Berlin
Wagenführ R (1933) Die Industriewirtschaft, Entwicklungstendenzen der deutschen und internationalen Industrieproduktion 1860 bis 1932. Vierteljahreshefte zur Konjunkturforschung, Special Issue 31, Berlin.
Walker FA (1883) Money. Henry Holt and Company, New York
Warren GF, Pearson FA (1933) Prices. Wiley, New York
Warren GF, Pearson FA (1983) Gold and prices. Garland, New York

Weinstein A (1970) Prelude to populism: origins of the silver issue, 1867-1878. YaleUniversity Press, New Haven, CT
Wells DA (1891) Recent economic changes: and their effect on the production and distribution of wealth and the well-being of society. D. Appleton, New York
White L (2005) The federal reserve's influence on research in monetary economics. Econ J Watch 2(2):325–354
Wicksell K [1898] (1968) Geldzins und Güterpreise: Eine Studie über die den Tauschwert des Geldes bestimmenden Ursachen. Scientia Verlag, Aalen (Corrected reprint)
Yeager LB (1986) The significance of monetary disequilibrium. Cato J 6(2):369–399
Zumpe L (1980) Wirtschaft und Staat in Deutschland 1933 bis 1945. Topos Verlag, Vaduz